

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Kristin Leeman

EESTI RIIGI OSALUSEGA ETTEVÕTETE VÄÄRTUSLOOME

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Mark Kantšukov

Tartu 2016

Soovitan suunata kaitsmisele

(lektor Mark Kantšukov)

Kaitsmisele lubatud “ 2016. a

Rahanduse ja majandusarvestuse õppetooli juhataja

(professor Toomas Haldma)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(Kristin Leeman)

SISUKORD

SISSEJUHATUS	4
1. RIIKLIKU OSALUSEGA ETTEVÕTETE VÄÄRTUSLOOME TEOREETILINE KÄSITLUS	7
1.1. Väärtusloome hindamise alused	7
1.2. Lisandväärtust kirjeldavad näidikud	11
1.3. Kapitali hinna kujunemine	21
1.4. Riikliku osalusega ettevõtete väärtusloome hindamise eripärad	24
2. EESTI RIIGI OSALUSEGA ETTEVÕTETE VÄÄRTUSLOOME HINDAMINE.....	29
2.1. Eesti riigi osalemine ettevõtluses	29
2.2. Andmed ja metoodika	33
2.3. Majandusliku lisandväärtuse analüüs Eesti riigi osalusega ettevõtetes.....	37
KOKKUVÕTE.....	42
VIIDATUD ALLIKAD	46
LISAD	51
Lisa 1. Eesti riigi osalusega ettevõtete finantsandmed EVA arvutamisel	51
Lisa 2. Eraettevõtete finantsandmed EVA arvutamisel.....	52
SUMMARY	53

SISSEJUHATUS

Majanduslik ettevõtluskeskkond muutub aja jooksul ning nõnda muutuvad ka ettevõtete eesmärgid ja strateegiad. Eelnevalt on olnud ettevõtete üheks olulisemaks eesmärgiks teenida kasumit, kuid on oluline teha vahet tähtsal eesmärgil ning peamisel eesmärgil. Peamiseks eesmärgiks ei ole enam lihtsalt igapäevases äritegevusest kasumi teenimine, selline tegevusviis ei kehtaks kaua ning ettevõtte ei tuleks toime enam tänapäevases majanduslikus keskkonnas. Viimase sajandi jooksul on jõutud järeldusele, et oluline on väärtuse maksimeerimine, seda siis kas aktsionäridele, osanikele, omanikele või teistele ettevõttega seotud sidusgruppidele.

Kui keskenduda kohalikule Eesti turule, siis Eesti majandus on rahuldavas seisus (Konjunktuurinstituut ... 2016) ning seda on oodata ka lähikuudel, võib arvata, et riik on teinud siseriikliku turu korralduses tulemuslikku tööd. Nagu on teada, mõjutavad majanduse seisu väga mitmed aspektid, kuid millist tulevikku prognoosivad riikliku osalusega ettevõtetele nende endi finantsnäitajaid, seda proovib antud uurimus välja selgitada. Käesolev töö keskendub enim mõistele „väärtusloome“. Töö hõlmab endas Eesti riigi osalusega ettevõtete väärtusloomet ehk kui palju väärtust on ettevõtte mingil kindlal ajal juurde loonud.

1990. aastatel tekkis arusaam, et riik ei ole omanikuna ettevõttele kasulik ning selles tulenevalt sai alguse laialdane ettevõtete erastamine, mis kindlasti oli nii mõnelegi ettevõttele tema edukuse põhjuseks. Tänapäeval on erastamise küsimus aktuaalne ning suhtutakse väga kriitiliselt riiki, kui ettevõtte omanikku. Aastate vältel on riigi osalusega ettevõtteid kõvasti vähenenud, kuid samas ei ole riigi roll omanikuna muutunud vähem tähtsamaks. Uurimuse eesmärgiks on välja selgitada, milline on riikliku osalusega ettevõtete majanduslik lisandväärtus aastatel 2011, 2012, 2013 ja 2014. Tulemusteni jõudmiseks võtab autor käsitlemise lisandväärtus meetoditest EVA näitaja ning võrdleb

saadud tulemusi samas sektoris tegutsevate eraettevõtete näitajatega. Välja toodud eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgmised uurimisülesanded:

- 1) anda ülevaade väärtusloome hindamise alustest;
- 2) anda ülevaade erinevatest lisandunud väärtust hindavatest näitajatest;
- 3) kirjeldada süvitsi majandusliku lisandväärtuse näitajat, s.h tema komponente ning piiranguid selle rakendamisel;
- 4) selgitada kapitali hinna kujunemisest;
- 5) koguda andmeid Eesti riigi osalusega ettevõtete kohta;
- 6) leida majanduslik lisandväärtus ning tema komponendid Eesti riigi osalusega ettevõtetes ning eraettevõtetes;
- 7) analüüsida saadud tulemusi.

Töö jaguneb peamiselt kaheks – teoreetiliseks ning empiiriliseks osaks. Töö teoreetiline osa on jaotatud kaheks, milles esimene peatükk keskendub väärtusloome ja finantsjuhtimise teoreetilistele alustele ja selgitab erinevaid lisandväärtus näitajaid ning tutvustab uuringu käigus kasutatava valemi komponente. Empiirilises osas tutvustatakse riigiosalusega ettevõtteid Eestis ning põhjendatakse, miks riik otsustab ettevõtluses osaleda. Teises peatükis kirjeldatakse valimis moodustamise loogiat, sest valim on vajalik selleks, et leida riigi osalusega ettevõtetest need ettevõtted, millel on vastavas sektoris võrreldavad eraettevõtted. Peale valimi koostamist leitakse vastavate ettevõtete EVA ja tema komponentide näitajaid ning peatüki lõpetuseks analüüsitakse saadud tulemusi ja antakse autori poolne isiklik arvamus erastamise ettepaneku kohta.

Kuna lisandväärtusmeetod on viimasel ajal aina hinnatum meetod osanike või aktsionäride väärtuse lisandumise hindamiseks, siis väga palju materjali pärineb 21. sajandist teema suure aktuaalsuse tõttu. Samuti on kõik vajalikud riskivaba määrad, beetakordajad ning turutulumäärad kättesaadavad Damodaran-i andmebaasist, nii praegusel hetkel kui ka uuritavatel aastatel minevikust.

Sooviksin tänada oma juhendajat, Mark Kantšukov'i, tema poolsete kasulike ning silmaringi avardavate kommentaaride eest, mis täiustasid minu teadmisi majanduslikust keskkonnast, ning õpetasid nägema seoseid erinevate majanduslike näitajate vahel. Olen väga tänulik tema, kui juhendaja, abile käesoleva uurimuse valmimisel.

Käesoleva bakalaureuse töö keskendub järgmistele märksõnadele: *EVA*, väärtusloome, riigi osalusega ettevõtted, majanduslik lisandväärtus, maksude järgne tegevuskasum.

1. RIIKLIKU OSALUSEGA ETTEVÕTETE VÄÄRTUSLOOME TEOREETILINE KÄSITLUS

1.1. Väärtusloome hindamise alused

Väärtuspõhise finantsjuhtimise all mõistetakse ettevõtte rahaliste ressursside planeerimist, suunamist, kasutamist, reinvesteerimist – ühesõnaga ettevõtte rahaliste vahenditega tegelemist, kus eesmärgiks on pikaajaliselt teenida ettevõttele ning tema aktsionäridele juurde rikkust. Käesolevas töös on läbivaks väiteks, et ettevõtte peab kaasa aitama aktsionäride väärtusele kasvule ning kui tegu ei ole börsil noteeritud aktsiaga siis on ettevõtte eesmärgiks osanike väärtuse maksimeerimine.

Õigete otsuste tegemine on ettevõtte juhi või finantsjuhi üks vastutusrikkamaid ülesandeid ning selle jaoks on väljatöötatud erinevaid mudeleid ja strateegiaid, mida järgida või täiustada. Üks kõige fundamentaalsem tõekspidamine, millega on kindlasti kõik finantsalal tegutsevad inimesed kokku puutunud, on see, et raha omab ajalist väärtust ning kõige levinum väide majanduses on, et euro, mis on teenitud täna on praegu rohkem väärt kui euro, mis teenitakse tulevikus. Finantsjuhtimises kasutatakse standard metodoloogiat otsustamiseks, kas investeeringuga seotud rahavoog tasub ära ning sellisel juhul kasutatakse nüüdispuhasväärtust (*NPV – Net Present Value*) (Pinches 1996: 16-17).

$$(1) \quad NPV_o = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+r)^t} - C_0,$$

kus C_t – vaba rahavoog perioodil t ,

C_0 – algne investeering,

r – diskontomäär,

T – perioodide arv.

Selleks, et genereerida rahavoogusid, peab ettevõttel olema varasid. Iga ettevõtte vara väärtus sõltub sellest, kas tulevikus oodatav rahavoog antud varade pealt on kasutatav, peale maksude maha arvestamist (Brigham, Houston 2001: 36). Varad moodustavad ettevõttes kapitali, millega on võimalik kapitaliturul meelitada ligi investoreid. Kuna investorid investeerivad oma raha, siis just see ongi põhjus, miks ei tohiks ettevõtte keskenduda ainult kasumi loomisele oma igapäevases majandustegevuses vaid keskenduma pigem investoritele väärtuse loomisele, sest mitte kasumil vaid just rahavoogudel on potsentsiaali teenida tulu ning rahavood peaksid olema aluseks otsuste tegemisel (Rao 1992: 21).

Aasta aruanne koosneb neljast põhilisest aruandest, mida investorid kasutavad koostades hinnanguid tulevaste tulude taseme, dividendide, ja ettevõtte riskisuse kohta (Brigham, Houston 2001: 72):

- bilanss,
- kasumiaruanne,
- jaotamata kasumiaruanne,
- rahavoogude aruanne.

Antud arvestuslikest näitajatest saadakse esmased andmed, et hakata hinnangut koostama, kuid selleks, et hinnata väärtust tuleks pöörata tähelepanu pigem lisandväärtust mõõdetavatele näitajale (*EVA*, *MVA*, *SVA* jt). Lisandväärtust näitajad väärtused sisaldavad erinevaid komponente, millede hulgas võetakse arvesse ka riskisuse taset. Investeeringu kasuks otsustades on antud tehingu risk ülimalt oluline ning määrab ära investorite panuse suuruse. Üheks võimaluseks hinnata riski on läbi kaalutud keskmise kapitali hinna (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*), sest kapital sisaldab pikaajaliseks investeeringuteks vajalikku rahavoogu, mille pealt saavad investorid oma soovitud tulu. Olulistest näitajatest tuleb aga täpsemalt juttu juba järgmistes peatükkides.

Finantsjuhtimine annab meile vajalikud vahendid, et muuta ettevõttes tehtavad investeeringud efektiivseteks. Vajalikke otsuseid tehakse lühi- ja pikaajaliste investeeringute jaoks ning samuti igapäevaste tegevuste juhtimiseks ettevõtte siseselt.

Ettevõtte tulemuslikkusest on huvitatud osanikud, omanikud, juhid, töötaja, pangad, kliendid ja paljud teised osapooled ning ärilise üksuse peamiseks eesmärgiks on luua juurde väärtust. Ettevõtte väärtust on võimalik käsitleda mitme erineva nurga alt, antud töö raames käsitleme väärtusloomet, kui finantsilist tulemuslikkust, mis on omavahel otseses seoses. Ettevõtte loob lisaväärtust kui saadud kasum ületab osanike poolt investeeritud kapitali, see on üldine lähenemine väärtusloomele. Keskendutakse peamiselt osanike rikkuse maksimeerimisel, kuid kasutades ettevõtteid väärtusloome ideed, siis ei saa sellest kasu mitte ainult osanikud, vaid kõik osapooled, kes on ettevõttega seotud.

Selleks, et suurendada väärtust on Daiva Burksaitiene (2009: 710) oma teoses toonud välja neli vajalikku tegutsemisviisi:

1. Suurendada rahavoogu olemasolevate varade pealt. See toimub siis, kui eemaldada halvad investeeringud, täiustada tegevuse efektiivsust, vähendada maksukoormust, vähendada puhaskapitali kulusid olemasolevatele varadele ja vähendada mitterahalist käibekapitali;
2. Suurendada oodatava kasvumäära tulu. See toimub siis kui suurendada reinvesteeringumäära, suurendada omakapitali tootlust, optimeerida hinnastamise otsuseid ja luua ettevõtte omandamiseks strateegia;
3. Suurendada kõrge kasvu perioodi pikkust. Seda tehakse läbi konkurentiseeliste nagu näiteks brändi ja kulu eeliste, lülitades ümber teisele kulu konseptsioonile, patendid, litsentsid jne.;
4. Vähendada kapitali kulusid, mis on rakendatud rahavoogude diskonteerimiseks. See on tehtav kui muudetakse operatsiooniriski, vähendades tegutsemise võimendust, muutes finantseerimise kooslust ja muutes finantseerimise tüüpi.

Lisaks eelpool välja toodud tegevustele, kuidas ettevõtte saab oma väärtust tõsta on väljatöötatud ka erinevad mõõdikud millega on võimalik mõõta suurenenu/vähenev väärtust. Kuna väärtusloome ja finantstulemuslikkus on otseses seoses saame kasutada väärtusloome hindamisel samu näidikuid, mida kasutame finantstulemuslikkuse hindamisel:

- arvestuslikud näitajad (*ROI, ROE, EPS, EBITDA* jt);
- majanduslikud näitajad (*EVA, CVA, CFROI, NPV* jt);

- turuväärtusel põhinevad näitajad (*MVA*, *TRS*).

Vastavalt Trifan ning Suciu (2015: 321) teosele saame jagada antud näitajad kahte rühma – arvestuslike andmete indikaatorid ja indikaatorid, mis analüüsivad lisandväärtust.

Arvestuslike andmete indikaatorid näitavad tulemuslikkust, kasutades minevikust pärit ajaloolisi väärtusi, mis ei pruugi alati peegeldada tegelikkust. Kuid lisandväärtust analüüsivad indikaatorid on kasulikud, sest need suudavad võrrelda finantseeritavat kulu üheskoos investeeritud kapitali tootlusega. Tulemuslikkust näitavad indikaatorid on näiteks – *ROI* (*Return on Investment*), *ROE* (*Return on Equity*), *EPS* (*Earnings per share*), ning indikaatorid, mis analüüsivad lisandväärtust on – *TSR* (*Total Shareholder Return*), *EVA* (*Economic Value Added*), *MVA* (*Market Value Added*), *CFROI* (*Cash-flow Return on Investment*), *CVA* (*Cash Value Added*). (Trifan, Suciu 2015: 321-322)

Turuväärtusel põhinevad näitajad (*MVA*, *TSR*) ei ole nii laialt levinud just seetõttu, et antud näitajat mõjutavad suuresti ka ettevõtte kontrollile mitte alluvad tegurid, nagu näiteks üldine majanduslik olukord, maksud, pankade intressimäärad jt. Igapäevases praktikas on laialt levinud pigem majandusliku tulemuslikkuse näitajad (*EVA*, *CFROI* jt), sest iga tulemuslikkuse näitaja annab edasi osanike väärtuse muutust.

Majanduslik lisandväärtus (*EVA*) on kõige parem mõõdik hindamaks väärtuse kasvu, võttes arvesse teiste mõõdikute olulisi puudusi (Young, Byrne 2000: 2):

- Traditsioonilised sissetuleku mõõdikud – puhaskasum ja tulu aktsia kohta näitajatega võib kergesti manipuleerida, ning need ei võta arvesse kapitalu kulu;
- Turupõhised mõõdikud – lisandunud turuväärtust (*MVA*), liigset tagastamist ja tulevase kasvu väärtust (*FGV*) saab arvutada ainult juhul kui tegu on börsil noteeritud ettevõtetega;
- Rahavoogude põhised mõõdikud – äritegevuse rahavood (*CFO*) ning rahavood investeeringutelt (*CFROI*) ei sisalda kapitali kulud ega ka võlgade kulu.

Kasutades *EVA* indikaatorit on juhtidel võimalik otsustada kõige soodsama investeeringu kasuks, võttes arvesse nii lühi- kui ka pikaajalist tulemuslikkust. Kui *EVA*

on positiivne, siis ettevõtte väärtus kasvab ning kui see on negatiivne, siis osanike väärtus väheneb. (Trifan, Suci 2015: 323)

Viimase kümne aasta jooksul keskenduvad ettevõtted aina rohkem väärtuse loomisele, sest ollakse kahtleval seisukohal turu muutustega. Kuigi mõistetakse diskonteeritud rahavoogude (*DCF*) väärtust ei soovita siduda hüvitisi väärtusega, mis põhineb mitmetel hinnangutel. Praeguses keskkonnas on väljakujunenud turg sellistele väärtuse mõõdikutele, mida on lihtne hinnata ja kasutada ning, mis ei sõltu suuresti turul toimuvatest muutustest ning nende tarvis ei ole vaja koostada liialt hinnanguid. Kaks kõige suuremat mõju avaldanud mõõdikut on hetkel *EVA* ja *CFROI*. Mõlemal näitajal on omad pooldajad ning väidetavalt on need varasemate traditsiooniliste lähenemisviiside täiustatud variandid. (Burksaitiene 2009: 710)

Ettevõtte juhatus on aina suurema surve all leidmaks erinevaid strateegiaid, et suurendada osanike väärtust. Kuigi antud väärtuse maksimeerimine on üheks peamiseks eesmärgiks, siis selle teostamine ei ole nii lihtne. Üsna pikalt on ettevõtte juhid ja finantsjuhid tuginenud arvestuslikele näitajatele nagu *ROE*, *ROI*, *EPS* jt., eeldades, et nende mõõdikute abil on võimalik kõige paremini hinnata väärtuse muutust ning luua hinnanguid edaspidiseks tegevuseks. Hiljuti on jõutud järeldusele, et arvestuslikud näitajaid ei pruugi anda kõige paremat pilti tegelikkusest, sest tulud ei peegelda muutusi riskitaseme ega võta arvesse kapitali kulu, nagu sai ka eelpool mainitud. Kuna väärtuse muutus on hinnatav enamjaolt selle poolest, kui suur on osanike poolt tehtud investeeringute tulusus, siis on poplarsust koguma hakanud lisandväärtust analüüsivad indikaatorid, peamiselt *EVA*, *MVA* ja *CFROI*. Nendest juba lähemalt järgmistes alapeatükkides.

1.2. Lisandväärtust kirjeldavad näidikud

Kõikide ettevõtete primaarne eesmärk on suurendada osanike väärtust. See kehtib nii väikeste, keskmiste kui ka suurte organisatsioonide puhul. Olgu siis tegu aktsiate või osakutega, investeeritud kapitalilt oodatakse alati positiivset tootlikust. Ettevõtete kõige otsustavam samm on otsustada millist tulemuslikkuse näitajat kasutada, kuna see saab olema eduka strateegia kõige olulisemaks alustalaks. Nagu ka varasemalt sai mainitud siis tänapäevases keskkonnas tegutsevate ettevõtete juhid ei usu, et arvestuslikud

näitajad viiksid neid nende soovitud tulemuseni. Enamus ettevõtteid plaanivad või juba kasutavad uusi tulemuslikkuse mõõdikuid. Selles tulenevalt aretatakse traditsioonilistest arvestuslikest näitajatest uued ning täiustatud mõõdikud. Tänapäevaks on leidnud uued meetodid väga palju kajastamist ning on suudetud tõestada nendega analüüsitud majandusliku sisu adekvaatsust. Kuna eelnevalt mainitu põhjal on võimalik juba järeldada, et EVA on kõige laiemat kasutust leidv näitaja, siis ei saa öelda, et teiste mõõdikute kasutamine oleks kasutu.

Tabel 1. Lisandväärtust kirjeldavate näitajate eelised ja piirangud

<i>EVA</i>	
<i>Eelised</i>	<i>Piirangud</i>
<ul style="list-style-type: none"> • lihtne indikaatoreid arvutada; • sisaldab praeguseid ja kavandatavaid kulusid; • sobib hindamiseks igat tüüpi ettevõtet; • sisaldab laenu- ja kapitalikulusid; • ei vaja tulevaste rahavoogude prognoosimist; • võimaldab monitoorida ja kontrollida investeeritud kapitali kasutamist rohkem efektiivsemalt. 	<ul style="list-style-type: none"> • põhineb raamatupidamislikel hinnangutel, seetõttu võib saada mõjutatud raamatupidamisest tulenevatest moonutustest; • rahavoogusid ei arvestata; • näitab ainult konkreetse aasta tulemusi; • nõuab ettevõtte välist ja sisest infot.
<i>MVA</i>	
<i>Eelised</i>	<i>Piirangud</i>
<ul style="list-style-type: none"> • demonstreerib valitsuse efektiivset otsustamist igal juhtimistasandil, • annab hinnangu juhtide efektiivsele tulemuslikkusele, • indikaatorite arvutamisel piisab avalikust teabest. 	<ul style="list-style-type: none"> • peab kasutama üheskoos teiste näitajatega kuna põhinedes üksnes MVA näitajale, tehakse valdav enamus juhtimisotsustest arvestades ainult lühiajalisi eesmärke ning pikaajaline kasv ettevõttes ei ole tagatud; • rahavoogusid ei arvestata.
<i>CFROI</i>	
<i>Eelised</i>	<i>Piirangud</i>
<ul style="list-style-type: none"> • hindab investeeringutasuvust, • hinnatakse perioodi mõju rahavoogudele, • rahavoogude kohandamine on võimalik arvestades inflatsiooni määra, • hindab tegevuste mõju osanike väärtuse maksimeerimisel pikas perspektiivis, • indikaatorite arvutamisel piisab avalikust teabest. 	<ul style="list-style-type: none"> • ei ole arvestatud finantsiliste ressursside omamist või suurendamist, • indikaatorite keeruline arvutamine

Allikas: (Stankeviciene 2012: 1293-1294)

Kõige parema pildi saamiseks tuleks kasutada erinevaid mõõdikuid koos. Alati ei ole see küll võimalik, sest nii mõnelgi näitajal on tugevamad piirid, kus antud näitajat saaks kasutada. Tabelist 1 saab näha, et need kolm meetodit viitavad kõige enam efektiivsusele ja rahavoogude kasutamisele. Kõige rohkem eeliseid omavad *CFROI* ning *EVA* ning esmasel vaatlusel tundub, et *CFROI*-l on piiranguid vähem, kuid *CFROI* puhul on tegemist oluliste piirangutega, mille tõttu osutuks autori isiklikuks valikuks pigem *EVA*.

Tänapäeva keerulises majanduslikus maailmas, kus paljud ettevõtted lõpetavad oma tegevusi on veel tähtsamaks muutunud pikaajalised strateegiad ning jätkusuutlikkus. Ettevõtetel on sageli arusaam, et nad on kasumlikud kuna toodavad puhaskasumit pärast maksude, intresside ja amortisatsiooni maha arvamist kuid see ei pruugi sedasi alati olla. Ettevõtte on kasumlik kui ta suudab ületada investorite poolt investeeritud kapitali ning hinnanguliselt suudaks seda teha ka pikaajaliselt. *CFROI* üheks eeliseks on tegevuse mõju hindamine osanike väärtuse maksimeerimisel pikajalises perspektiivis kuna see aitab juhtidel hinnata investeeringute tasuvust. Nõnda saab vajalikud ressursid koondada strateegiliselt õigesse investeeringusse, mis on ettevõttele kasumlik pikema ajaliselt.

CFROI, kasumlikkuse mõõdupuu, on loodud konsultatsioonifirma Holt Value Associates poolt ning see on hinnanguline väärtus tegelikule sisemisele tootlikkuse määrale, mida ettevõtte on saavutanud oma käibevaradest. *CFROI* aitab parandada moonutusi, mis esinevad tihti raamatupidamislike tulemuslikkuse näitajates, kohandades järgmisi tegureid: inflatsioon, amortisatsioon, varade kooslus ja eluiga, edasilükatud maksud, renditud vara või muud bilansivälised varad, *LIFO/FIFO* arvestus, haldava vara kasum/kahjum ja firma väärtus. Eesmärgiks on luua võrreldav mõõdupuu, et mõõta kasumlikkust eri ettevõtetes. Kokkuvõttes, üritab mudel määrata õiglast väärtust või aktsia hinda diskonteerides ettevõtte olemasolevatest varadest ja tulevastest investeeringutest saadud tulu ning leides nende nüüdisväärtused. Kuna kõrge kasumlikkus meelitab konkurente ligi, mille tõttu kasumlikkus jälle kahaneb, siis eeldatakse, et *CFROI* mudel vaibub aja jooksul. (CFROI 2001: 7)

CFROI mudel koosneb seega kahest sammust, kus esimeseks on diskonteeritud raha laekumine ning teiseks sammuks saab olema investeeringutelt saadud tulu

diskonteerimine. Vastavalt Bartley J. Madden (1998: 16) teosele on investeringutelt saadud tulu diskonteerimine raskemini tehtav kui esimene samm. Ta lisab, et *CFROI* mudel käsitleb antud teemat sellisena, et lubab tuleviku *CFROI*-l olla erinev tuleviku projektide ning investeringute *ROI*-st (*Return on Investment*). Seega, tuleviku finantsennustust saab tõlgendada *CFROI* mõistesse ning seega saab täielikult võrrelda neid mineviku tulemustega, mis annab analüüsijale võimaluse hinnata ennustatava tuleviku *ROI* paikapidavust.

Ettevõtted saavad luua osanikele väärtust läbi kolme viisi (*CFROI* 2001: 7):

- 1) täiustades *CFROI*-d,
- 2) kahandades varasid kui *CFROI* on alla kapitali kulu,
- 3) suurendades varasid kui *CFROI* on suurem kapitali kulust.

Sellest tulenevalt võib väita, et kui *CFROI* on suurem kapitali kulust rakendab ettevõtte oma varasid edukalt ning on otsustanud edukate tuleviku tehtavate investeringute kasuks. *CFROI* mudel koosneb neljast komponendist (Sabauri 2016: 58):

- 1) *GI* (*Gross Investment*) – Brutokasum;
- 2) *GCF* (*Gross Cash Flow*) – Bruto rahavoog;
- 3) mitte amortiseeruvad varad;
- 4) varade eluiga.

Vastavalt Sabauri teosele (2016: 58) on *CFROI* arvutamisel kaks staadiumi:

- 1) arvestuslike andmeid kohandatakse ning see järel teisendatakse need majanduslikku mõistesse. Ülal mainitud neli komponenti arvutatakse välja ning nad hakkavad kehastama investeeritud rahavoogu;
- 2) lähtudes saadud väärtustest leitakse sisemine rentaablus (*IRR – Internal Rate of Return*).

CFROI arvutamine on üsna kompleksne ning selleks on mitmeid võimalusi. Üks võimalustest on leida *CFROI* kasutades bruto investeringu majanduslikku amortisatsiooni. *CFROI* arvutatakse järgnevalt (Sabauri 2016: 65):

$$(1) \quad CFROI = \frac{\text{Kogu rahavoog} - \text{Majanduslik amortisatsioon}}{\text{Kogu investering}},$$

CFROI on üsnagi analüütiline näitaja. Kuna *CFROI* käsitleb oma mudelis väga palju andmeid varade amortisatsiooni ning eluea kohta, siis vaadates *CFROI* tulemust ning analüüsides varade muutust on võimalik saada üsna informatiivne pilt tulemuslikkusest minevikus, mis kattub oodatava kasumlikkuse hindamisel peamiste näitajatega. Kui ettevõtte juhid oskavad hinnata seost mineviku varade, kasumlikkuse ning tulevikus hinnatava väärtuse vahel siis on võimalik teha paremaid otsuseid ka tuleviku perspektiivis.

Lisandunud turuväärtus (*MVA – Market Value Added*) mõeldakse seda kui palju ületab aktsia omakapitali turuväärtus aktsionäride poolt ettevõttesse investeeritud kapitali. Lisandunud turuväärtust saab arvutada järgmiselt (Brigham, Gapenski, Ehrhardt 1999: 47):

$$(2) \quad \begin{aligned} MVA &= \text{Omakapitali turuväärtus} - \text{Investeeri tud kapital} \\ &= \text{Ringluses olevad aktsiad} \times \text{Aktsia hind} - \text{Omakapital kokku} , \end{aligned}$$

Valemi 2 põhjal saab täpsustada, et *MVA*-d võib arvutada ka kogu ettevõtte lisandunud turuväärtuse baasil. Ettevõtte turuväärtus, mida esindatakse omakapitali turuväärtusena, leitakse sedasi, et korrutatakse aktsia hind turul olevate ettevõtte aktsiate arvuga. Võttes arvesse aktsia hind majandusaasta lõpus, on arvutused erapooletud. (Kaur, Narang 2009: 20)

Selleks, et illustreerida antud valemit paremini, saame näiteks tuua sellise ettevõtte nagu Coca-Cola. 1996. aastal oli tema omakapitali turuväärtus 131 mld dollarit, samal ajal tema bilanss näitas, et aktsionärid on sinna investeerinud kõigest 6 mld dollarit. Seega Coca-Cola *MVA* oli 125 mld dollarit (131 mld – 6 mld = 125 mld). Antud 125 mld dollarit esindab seda vahet, mida Coca-Cola aktsionärid on ettevõtte asutamise ajal investeerinud (sisaldab eelmiste perioodide jaotamata kasumit) ning raha, mida nad saaksid kui toimuks ettevõtte müümine. (Brigham, Gapenski, Ehrhardt 1999: 47)

MVA on tihedalt seotud *EVA*-ga. Teoreetiliselt on ettevõtte *MVA* teatud ajahetkel tulevikus võrdne aastase *EVA* diskonteeritud nüüdisväärtusega, mida antud ettevõtte toodab. Kui *MVA* on positiivne, siis ettevõtte on loonud juurde väärtust, kui see on negatiivne, siis on ettevõtte hävitanud väärtust. Lisanduv väärtus, mida ettevõtte vajab peab olema suurem investoritele lisandunud väärtusest, juhul kui investorid oleksid oma

investeeringu paigutanud ettevõtte asemel turu portfelli. Seega *EVA* ja *MVA* alus baseerub nüüdisväärtuse mõistel, mida kasutavad mitmed ettevõtted oma kapitali finantsplaneerimisel. (Madhavi, Prasad 2015: 55)

Kui investorid on ettevõttesse investeerinud suures mahus kapitali, siis ettevõttel võib olla madal *MVA* aga kõrge turuväärtust. Taoline juhtum leidis aset IBM ettevõttes 1995. aastal, mis asus oma ettevõtte väärtuse poolest üheksandal kohal, kuigi omas negatiivset *MVA*-d. Juhul kui otsuseid oleks tehtud eesmärgiga maksimeerida aktsionäride rikkust, oleks IBM-i *MVA* olnud märgatavalt parem. Aja jooksul ühtlustub iga-aastased *MVA* muutused ettevõtte enda väärtusega. (Lee, Finnerty, Norton 1996: 11-12)

MVA piiranguks on see, et seda näitajat saab kasutada ainult börsil noteeritud ettevõtete puhul ning nagu eelnevalt sai lühidalt mainitud, siis *MVA* näitaja näitab kui palju väärtust teenib ettevõtte oma aktsionäridele investeeringult tagasi. Antud näitajat on soovitatav hinnata üheskoos mõne teise väärtust hindava mõõdikuga kuna *MVA* ei hinda ettevõtte pikaajalist kasvu. Samuti ei kasuta *MVA* on analüüsis rahavoogusid ehk rahalisel kujul investoritele tagastatud väärtust lõpptulemus ei kajasta. Sellegi poolest on *MVA* igati adekvaatne ning hea näitaja analüüsimaaks aktsionäride väärtuse seisu. Nagu näidetest nägime on vajalik investeeritud kapitalile võrdluseks võtta omakapitali hind, selle jaoks peab kapitali hind turul olema määratud väga täpselt, et saada õigeid tulemusi. Kuna kapitali turg sõltub sellest, et antakse edasi täpset infot, siis võime eeldada, et kapitali turuväärtus on õige ning aktsionäride väärtuse analüüsimisel saadakse täpsed andmed, et teha vajalikke otsuseid ettevõtte tuleviku nimel.

Nagu ka eelmises peatükis sai mainitud, siis antud näitajad võtavad arvesse kapitali kulu ning ettevõtte riskitaset, mida aga arvestuslikud indikaatorid kahjuks ei tee. Kõige tuntum lisandväärtuse mõõdik on Stern Stewart & Co. poolt arendatud majandusliku lisandväärtuse näitaja (*EVA*). *EVA* võlu seisneb sellest, et seda on võimalik kasutada nii ettevõtte osanike väärtuse hindamisel kui ka ettevõtte siseste divisjonide väärtuse hindamisel. Ühesõnaga on võimalik *EVA*-t kohandada ka väiksemate struktuuride jaoks ning nagu näiteks *MVA* puhul siis *EVA* jaoks ei pea ettevõtte olema börsil noteeritud.

EVA-t on võimalik kasutada järgmistel eesmärkidel (ValueBasedManagement.net):

- seades organisatsiooni eesmäärke,

- tulemuslikkuse mõõtmisel,
- määratledes hüvitisi,
- suhtlus osanike ning investoritega,
- juhtide motiveerimisel,
- kapitali finantsplaneerimine,
- ettevõtte väärtuse hindamisel,
- analüüsida aktsiafonde.

EVA esindab hinangut tegelikule majanduslikule kasumile või teenitud tulu suurst, mis ületab osanike poolt nõutud miinimum määra. Teisisõnu on *EVA* kui kasum, vaadatuna osanike vaatevinklist. Kui osanike nõutav investeeringu tootlikuse määr on 12%, siis nad teenivad raha vaid siis kui ettevõtte tegevuse puhaskasum ületab seda 12%-list määra. (Nicoleta, Munteanu 2014: 168)

$$(3) \quad EVA = Puhaskasum - Investeeri tud kapitali alternatiivkulu ,$$

EVA on väärtuse suurenemise/vähenemise mõõdik, mis võrdleb üheskoos tegevuse tootlikust ja nende tegevuste finantseerimise kulu. See on ainuke tulemuslikkuse näitaja, mis on otseses ühenduses ettevõtte sisemise väärtusega. (Kaur, Narang 2009: 17-18)

Vastavalt Kaur ja Narang (2009: 18) loomingule saab *EVA*-t defineerida ka kohandatud valemi abil:

$$(4) \quad EVA = NOPAT - Kapitali kulu \times investeeritud kapital ,$$

kus *NOPAT* – maksude järgne tegevuskasum.

EVA esindab jääktulu, mis on jäänud alles pärast kõikide kulude mahaarvamist, kaasa arvatud hõivatud omakapitali alternatiivkulu. Seega *EVA* sõltub nii ettevõtte tegevuse efektiivsusest, kui ka bilansi juhtimisest. Ilma efektiivsusest, kasum tegevusest on madal tuues kaasa madalama *EVA* ja ilma korraliku bilansilise juhtimiseta, tekib liigne varade ning kapitali olemasolu, mis omakorda tingib ebavajaliku kapitali kulu viies samuti *EVA* alla. (Kaur, Narang 2009: 18)

Nagu ka valem 2 juures sai näha, siis *EVA*-t on võimalik korrigeerida vastavalt majanduslikule sisule. Erinevatest kirjandustest võib leida väga palju tehtud kohandusi.

Alexei Sirbu (2012: 308) toob oma teoses välja, et *EVA* arvutamisel kasutatakse kohandatud arvestuslikke andmeid. Kohandamise eesmärgiks on rõhutada reaalsete ressursside mahtu ning nende suunamise strateegiat, võttes arvesse ettevõtte tegevusvaldkonda ning seega elimineerides vead, mis tekivad standardsete arvestuslike näitajate korral. Kõige olulisem kriteerium, mida tuleks kaaluda kohanduste tegemisel on see, et sellel on otsene mõju juhtide stiimulile, et luua juurde väärtust (Young, Byrne *et al* 2000: 3).

EVA indikaatorite juures tehtud kohandused on mõnevõrra erinevad olenevalt ettevõtte äritegevuse tüübist (tootmine, teenus, finants, tööstus), sest väärtust edastavad erinevad varad, mida ei ole aga tavalistes arvestuslike näitajate hulgas arvesse võetud. (Sirbu 2012: 308)

EVA näol on tegemist lihtsa ning tõhusa lisandväärtust analüüsiva mõõdikuga. See mitte ei mõõda ainult finantstulemuslikkust, vaid aitab ühendada ettevõtte finantsjuhtimist andes vajalikke andmeid ka ettevõtte siseste üksuste kohta. *EVA*-t kasutatakse küll enamasti osanike väärtuse mõõtmiseks kuid seda saab ka kasutada töötajate ning klientide rikkuse määratlemiseks. See oleneb sellest milliseid indikaatorid kasutada ja kuidas vastavalt kohandada arvestuslikke andmeid *EVA* arvutamisel. Kuid see näitajate kohandamine on teiselt poolt vaadatuna ka üheks *EVA* puuduseks, kui kindla mudeli mitte eksisteerimine. Sellest hoolimata on *EVA* üks finantstulemuslikkuse näitajatest, mis suudab kajastada kõige paremini tõelist majanduslikku kasu ettevõttes.

Kuna *EVA* on täiustatud variant traditsioonilistest arvestuslikest näitajatest, siis on leitav mitmeid sarnasusi. Kuna *EVA*-t kasutatakse kõige enam, siis on see üks peamine vahend ettevõttele saaavutamaks oma eesmärgi – maksimeerida osanike väärtust. *EVA* koosneb päris mitmest komponendist, sest seda on võimalik kohandada vastavale majanduslikule sisule ning seetõttu on võimalik ka, et *EVA* võib olla üsna tundlik erinevatele muutustele oma komponentides.

Võttes arvesse, et kapitali kulu, valemis 4, on sisuliselt *WACC* saame kohandada valemi järgmisele kujule:

$$(5) \quad EVA = NOPAT - WACC \times Investeeri tud kapital ,$$

kus *NOPAT* – maksudejärgne tegevuskasum,
WACC – kaalutud keskmine kapitali hind.

NOPAT on leitav ettevõtte kasumiaruandest. Kuna Eestis on ettevõtted kohustatud tasuma tulumaksu dividendide pealt, siis peaks enne *NOPAT*-i kasutamist lahutama maksudejärgsest ärikasumist eelmise perioodi jaotamata kasumi.

WACC näitab keskmist kulu raha suurendamisel ning koosneb kahest olulisest komponendist - laenu- ja omakapitali hinnast. *WACC*-i arvutamisel leitakse iga kapitali allika kulu eraldi ning hiljem lisatakse iga kapitali allikale nende protsentuaalsed määrad turul olevast kogu kapitalist (Madhavi, Prasad 2015: 54).

$$(6) \quad WACC = \frac{E}{CE} \times K_e + \frac{L}{CE} \times K_d \times (1 - T),$$

kus *E* – omakapital,
CE – kogukapital,
L – laenu kohustused,
K_e – omakapitali hind,
K_d – laenukapitali hind,
T – ettevõttele rakendatav maksumäär.

Laenu kohustusi võib ka tõlgendada võõrkapitalina, sest need sisaldavad nii pika- ja lühiajalisi laene kui ka võlakirju. *EVA* puhul investeeritud kapitali all peetakse silmas kapitali, mis koosneb omakapitalist ning intresse kandvast laenukapitalist.

EVA on laialdaselt levinud näitaja, mis esindab erinevust maksudejärgse kasumi ning turul oleva kapitali kulu vahel. *EVA*-t on võrdlemisi lihtsam arvutada kui näiteks *CFROI*-d ning teda on võimalik kasutada igas üksuses ettevõtte siseselt (*MVA* puhul see võimalik ei ole). Kuid olenemata tema populaarsusest ning eelistest arutatakse ka tema puuduste üle. Alustuseks on kasulik mainida, et kuna *EVA* puhul on tegemist absoluutarvuga, siis ei tohiks ega saaks erinevate suuruste üksuste või ettevõtete *EVA*-sid omavahel võrrelda, sest antud võrdlus ei demonstreeri õiget informatsiooni.

Eelnevalt harutati *EVA* lahti tema komponentideks ning sealt on näha, et just laenukapitali (*K_d*) ning omakapitali (*K_e*) hinnad on *EVA* tulemusel olulise tähtsusega.

Kui omakapitali hind on ettevõtte juhtide poolt määratud ning kontrollitav, siis ei pea kartma selle ootamatu muutuse pärast. Mis puutub aga laenukapitali, siis kuna laenukapital koosneb peamiselt laenudest ning võlakirjadest, siis nende hind sõltub laenuandjaga koostatud lepingust, kus on kokkulepitud eritingimused, mis võivad muuta laenuhinda.

Vastavalt Brewer, Chandra ja Hock (1999: 7-9) artiklile, saab lisaks eelpool mainitud puudusele veel välja tuua neli probleemi, millega võib *EVA* puhul kokkupuutuda:

- **Suurus erinevused** – Ettevõtte suuremad üksused või divisjonid, omavad suuremat *EVA*-t kui väiksemad üksused;
- **Finantsiline orientatsioon** – *EVA* arvutatakse numbrite põhjal, mis pärinevad raamatupidamisest. Seega on võimalik juhtidel erinevaid arvestuslikke numbreid moonutada, mis omakorda toob kaasa ebatäpse hinnangu ettevõtte tulemuslikkusele;
- **Lühiajaline orientatsioon** – *EVA* rõhutab vajadust luua koheseid tulemusi. Uue tulemuslikkuse strateegia loomise, näiteks töötajate efektiivsuse tõstmiseks, ning selle eduka kinnitumise vahele võib jääda pikem periood. *EVA* võtab arvesse ühe kindla perioodi tulemuslikkust ning sellel hetkel võib uus töötajatele välja töötatud strateegia anda negatiivset sisendit kuigi pikema perspektiivi hinnang on positiivne;
- **Tulemustele orienteeritus** – *EVA* põhjal on võimalik edasi anda kindla perioodi tulemust aga see ei anna otseselt edasi, mis olid vastavad tegurid antud tulemuse kujunemiseks.

EVA puhul kehtivad samad piirangud, mis on probleemiks ka teiste finantsnäitajate korral. Seepärast on viga tugineda üksnes *EVA* näitajale hinnates tulemuslikkust. *EVA* ja teised finantsnäitajad mängivad olulist rolli tulemuslikkuse mõõtmisel aga neid tuleks vaadata üheskoos bilansiliste näitajatega, mis hõlmavad kõiki tulemuslikkuse omadusi, vajalikud pikaajaliseks eduks. (Brewer, Chandra, Hock 1999: 9)

Hoolimata *EVA* piirangutes, on see kõige parem väärtuse hindamise mõõdik. Kuna *EVA* (samuti ka teisi mõõdikuid) pidevalt täiustatakse, siis tasapisi elimineeritakse kitsaskohti või arendatakse uusi näidikuid nende kitsaskohtade hindamiseks. Kuna

eelpool välja toodud artikli kohaselt on *EVA* puudus tema lühiajaline orientatsioon ning see võib kaasa tuua probleeme töötajatele innovatiivse strateegia välja töötamisel, siis oleks autori arvates mõistlik kasutada antud juhul *EVA*-t üheskoos teiste näitajatega ning anomaalia esinedes võttes arvesse ajutist mõju.

1.3. Kapitali hinna kujunemine

Ettevõtete edukus sõltub õigetest otsustest ning investeringutest, et olla kasumlik pikaajalises vaatluses. Ettevõtte juhtide ning finantsjuhtidele on kapitali finantsplaneerimine kõige olulisem koht õigete otsuste tegemisel, kuna kapital sisaldab pikaajalisi varasid, mis toodavad organisatsiooni tegevuseks vajalikku rahavoogu tulevikus saadavaks kasumiks.

Kapitali hind on oodatav tulumäär, mida turul osalejad vajavad meelitamiseks lisa finantseeringut planeeritavase investeringusse. Majanduslikes terminites kasutatakse vajaliku investeringu kapitali hinna asemel ka nimetust alternatiivkulu. Antud väljend on seotud seega majandusliku asenduse põhimõttega – Investor ei investeeeri teatud varasse juhul kui olemas on atraktiivsem variant. (Pratt, Grabowski 2008: 3)

Kapitali struktuur koosneb üldiselt kahest osast - omakapitalist ja laenukapitalist. Et leida turul olev kogukapitali hind on vajalik kõigepealt leida omakapitali hind ning laenukapitali hind. Välja arvutatud kogukapitali hinda nimetatakse kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*).

Kapitali hinnal on reeglina mitu peamist tunnust (Pratt, Grabowski 2008: 7):

- See on turupõhine. See on oodatav tulumäär, mida turg vajab enne oma kapitali sidumist investeringuga;
- See on pigem investeringu jaoks mõeldud funktsioon, mitte investori jaoks. Selleks, et muuta diskontomäär investori funktsiooniks oleks vaja muuta väärtuse standardit, mida üldiselt nimetatakse investeringu väärtuseks, mitte aga kui õiglaseks turu väärtuseks;
- See on tulevikku suunatud, mis põhineb oodataval tulul. Minevikus saadud tulud on head juhendamaks, mida oodata tulevikus;

- Kapitali hinna arvutamise aluseks ei ole bilansiline väärtus, vaid pigem turuväärtus;
- Seda on reeglina mõõdetud nominaalses mõistes, sisaldades oodatavat inflatsiooni;
- See on kui ühenduslülili, mida kutsutakse diskontomääraks, mis võrdsustab oodatavad tuleviku tulud investeeringu eluea jooksul investeeringu väärtusega praegusel aja hetkel.

Nagu eelpool sai mainitud siis rakendatakse kapitali hinda kõige enam leidmaks õiget investeeringut kuhu finantseerida. Investeeringu analüüs sisaldab rahavoogusid, sest see on sissetuleku analüüsimisel üks kõige eelistatumaid näitajaid. Investeeringu hetkelise väärtuse arvutamisel kasutatakse ennustatavaid rahavoogusid, mis diskonteeritakse sobiliku diskontomääraga¹. Kuna aga kapitali hind on oluline komponent ka teistest väärtuse hindamise mudelites, siis praegu ei peatuks rohkem hetkelise väärtuse leidmise olemusele.

Minnes nüüd tagasi eelpool mainitud valemi 6 juurde, siis kaalutud keskmine kogukapitali hind koosneb omakapitali hinnast ning laenukapitali hinnast. Algselt on vaja leida oma- ja laenukapitalide protsentuaalsed osakaalud kogukapitalist ning seejärel korrutades need läbi vastavate kapitalide hindadega. Kohandades valemit lühemaks saame esitada valemi veidi lihtsamal kujul:

$$(7) \quad WACC = P_e \times K_e + P_d \times K_d$$

kus P_e – omakapitali osakaal kogukapitalist (%),

P_d – laenukapitali osakaal kogukapitali (%).

Laenukapitali hinna üheks osaks on laenude ning võlakirjade intressimäärad. Antud intress olekski laenukapitali hinnaks. Juhul kui laenukapitali moodustavad mitmed laenud, mis on võetud erinevatel ajahetkedel, siis võib eeldada, et nende hinnad ei ole kindlasti täpselt ühesugused ning tekib küsimus, millist intressi täpsemalt kasutada. Kuna laenud või võlakirjad on erinevates suurustes samuti, siis kõige õigem oleks antud

¹ Kasutusel on kolm peamist rahavoogu, ning igaühel on antud rahavoole sobilik diskontomäär:

- 1) Vaba rahavoog (FCF) – Kaalutud keskmine kapitali hind (WACC),
- 2) Omanikele suunatud vaba rahavoog (ECF) – Nõutav tulu omakapitali (K_e),
- 3) Laenukapitali rahavoog (CFd) – Nõutav tulu laenukapitali (K_d).

juhul leida nende intresside kaalutud keskmine ning saadud keskmist näitajat kasutada laenukapitali hinnana.

Oma- ja laenukapitali osakaalu leidmiseks on vajalikud arvulised näitajad olemas bilansis. Omakapitali hinna ehk siis oodatava tulumäära saaks kätte, uurides ettevõtte juhilt või finantsjuhilt vastavat infot. Kui aga tegemist on laiema haardelise uuringuga ning kõigi ettevõtetega pole võimalust ühendust võtta, siis on üheks võimaluseks *CAPM* (*Capital Asset Price Model*) mudel, mis hindab oodatava tulu ning riski suhet. Investopedia.com (Capital Asset ... 2016) on avaldanud ühe põhilise valemi oodata tulu leidmiseks:

$$(8) \quad r_a = r_f + \beta_a \times (r_m - r_f)$$

kus r_f – riskivaba määr,

β_a – finantsvõimendusega beetakordaja,

r_m – tururiski preemia.

Beetakordajat nimetatakse ka kui süstemaatiliseks riskiks, mis näitab väärtpaberitega seotud riski osa, mida pole võimalik enam hajutada. Süstemaatiline risk on turu portfelli hoidmisega kaasnev risk ning turu muutumisel iga vara eraldi omab selle tulemusena vähemat või suuremat mõju (Capital Asset ... 2016). Beetakordaja esineb kahel kujul: finantsvõimenduseta ning finantsvõimendusega beetakordaja. Finantsvõimenduseta beeta korral on võlakapitali suurus 0%, seega võib järeldada, et võlakapitali suurenemine avaldab mõju finantsvõimendusega beetakordajale. Nii finantsvõimenduseta kui ka finantsvõimendusega beetad on eelnevalt leitud ning avaldatud üldised eeldused iga majandusharude kohta, et muuta kapitali hinna leidmine kiiremaks ja lihtsamaks. Kuid on võimalik ka arvutada finantsvõimenduseta beetast finantsvõimendusega beeta, seda eriti sellistel juhtudel kui maksusüsteem on riigiti erinev ning sedasi saab vältida liigset üldistamist. Finantsvõimendusega betat on võimalik leida järgmise valemi abil (Brigham, Ehrhardt 2014: 838):

$$(9) \quad \beta_l = \beta_u \times \left(1 + \frac{P_d}{P_e} \right),$$

kus β_l – finantsvõimendusega beeta,

β_u – finantsvõimenduse beeta,

P_d – laenukapitali osakaal,

P_e – omakapitali osakaal.

Antud valemi puhul sai võrreldes allikaga tehtud väikeseid kohandusi, kuid sisuline tulemus jäi samaks. Kuna Eestis tulumaksu ettevõtlastulule ei kohandata, siis sai mudelist maksu komponent eemaldatud ning mudeli sisendeid märgistati antud juhul lugejale arusaadavamalt.

Riskivaba tulumäära all mõistetakse tulu, mis saadakse investeerides finantsinstrumentidesse, millel on madal riski tase (Wagenvoort, Zwart 2014: 394). Lihtsamalt öeldes on riskivaba tulumäär võrreldav riiklike võlakirjade tulususe määraga. (Konkurentsiamet 2014: 3).

Tururiski preemia näitab kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. Seega on tururiski preemia kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Tururiski preemia leidmisel võib kasutada kahte lähenemist: ajalooliste andmete alusel leitud riskipreemia ja oodatava riskipreemia leidmine. Tururiski preemia leidmiseks võib kasutada nii pikemaid kui ka lühemaid ajaloolisi perioode. (Konkurentsiamet 2014: 7).

Kapitali hind on üks põhilisemaid diskontomäärasid, mida kasutatakse erinevates mudelites, sest see annab investeringust ja selle riski suhtes tulusse kõige parema hinnangu ning on võrdlemise lihtsalt käsitletav. Erinevaid WACC-i komponente, mis sai eelnevalt lahti harutatud on võimalik arvutada ise kuid on levinud ka üleüldised määrad, mis on majanduse globaliseerumise tõttu paika pandud ajalooliste andmetena (beeta kordaja, riskivaba tulumäära jt.).

1.4. Riikliku osalusega ettevõtete väärtusloome hindamise eripärad

Kui antud töös on arutuse all riikliku osalusega ettevõtted siis peetakse silmas ettevõtteid, kus riik omab kas täielikku või enamus osalust. Kui riik omab väiksemat osalust, siis puuduks vastavas ettevõttes riigi, kui omaniku oluline mõju, mis antud uurimuses omab aga fundamentaalset tähtsust. Reeglina on riigil erinevad motiivid,

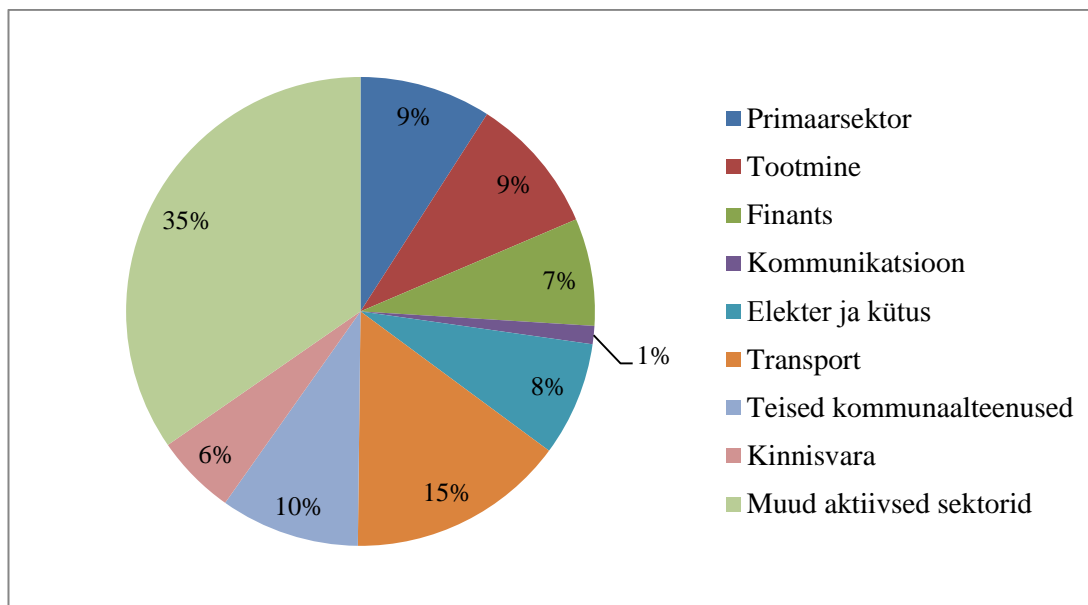
miks omab ta ühes või teises ettevõtte osalust. J.E.Austin, L.H.Wortzel ja J.F.Coburn (1987: 22) on oma teoses viitanud 5 põhjusele:

- 1) majandusarengule kaasaaitamine,
- 2) eraettevõtete päästmine,
- 3) suurendada poliitilist või majanduslikku kontrolli,
- 4) saavutada sotsiaalsed eesmärgid,
- 5) saavutada soovitud müügitulu.

Välja toodud viis põhjust tunduvad igati loogilised ning ühiskonda toetavad põhjused aga võivad olla samuti liiga üldised. Colin Lawson aga toob oma teoses välja üsna ühtse ja selge motiivi, miks riik peaks omandama enamuse osalust ja see on vaadatuna majanduslikus perspektiivist.

Majanduslikud põhjused riigi osaluses tiirlevad loomuliku monopoli probleemi ümber, vajadus majandusliku planeerimise järgi, otsese tööstuse sekkumise stabiliseerumise meetodika eelised ning võimu, rikkuse ja sissetuleku jagamine. Seega kui tootmise ja kulu tingimused on sellised, et pikas perspektiivis on ühes majandusharus ruumi ainult ühele ettevõttele, siis riigi osalus on nendel juhtudel, kui soovitatav vahend kaitsta tarbijaid monopoolse võimu liialeminekust. (C.Lawson, 1994)

Antud põhjust saab võrrelda eelmise autori poolt välja toodud ühe viiest motiiviga „majandusarengu kaasaaitamine“, sest hoides monopoolset majandusharu kontrolli all on tarbijatel liberaalsemad majanduslikud võimalused. Kõige enam sekkub riik ettevõtlusesse juhul kui tegu on naturaalse monopolistliku majandusliku sektoriga või kui ettevõtte ei suuda ennast kui äriühingut finantsiliselt aktiivsena hoida kuid selle ettevõtte teenused on ühiskonnale asendamatud. Monopolistlikust turust saab näitena tuua telekommunikatsiooni või elektri ja kütuse sektori ning tava konkurentsisis hääbuvatest, kuid vajalikest ettevõtetest, saab välja tuua keskkonnateenuseid osutava sektori. Lisaks äriühingutele on väga palju sihtasutusi ning mittetulundusühinguid, mis kuuluvad riigi kontrolli alla kuna nende finantseerimisega ei saaks nad ise hakkama kuid, mis on sotsiaalset heaolu arvestades äärmiselt vajalikud. Vastavalt OECD andmestikule on näha millised on levinumad sektorid erinevates riikides kokkuvõetuna.



Joonis 1. Riigi osalus ettevõtluses erinevates sektorites (The Size and Sectoral ... 2016)
Autori koostatud.

Antud juhul näitab joonis, kuidas on riikliku osalusega ettevõtted omavahel erinevatesse majandussektoritesse jagunenud. Täpsustaks vastavalt allikast pärinevatele kommentaaridele, et „muude aktiivsete sektorite“ all peetakse silmas ulatuslikku tervishoiu korporatsioone ning kultuuriteenused. Kuna antud allikas koondab need kõik ühte kokku, siis on arusaadav, kuidas see on antud hetkel nii populaarne. Joonist tuleks vaadelda pigem sedasi, et näidatud on põhilised sektorid, kus riik osaleb aktiivselt ettevõtluses ning kui vaadata erinevate sektorite suurust siis saab öelda, et nende puhul, kus vastav ala on väike nagu näiteks „kommunikatsioon“ siis seal valitseb pigem monopolne turg ja ettevõtteid on vähem ning „transpordi“ alla kuulub palju erinevad teenuseid pakkuvaid ettevõtteid, mis eraettevõttena ei püsiks elujõulistena hinna konkurentsi tõttu.

Riikliku osalusega ettevõtete sisemised tingimused, nagu näiteks turundus, tootmine, ressursid ja kapital mõjutavad ettevõtte eesmärkide edukat saavutamist. Välimised faktorid omavad eduka riigi osalusega ettevõtte puhul samuti olulist rolli. Nendeks võivad olla konkurents, makroökoonoomika, tehnoloogia ja globaalsed teemad. Sellest hoolimata on välistel teguritel siiski väiksem mõjuvõim olenemata sellest, kas tegu on riigi osalusega ettevõttega või eraettevõttega kuidas ettevõtte kontroll peaks liikuma

riigilt üle erakätesse siis just sisemised tegurid oleksid need, mis saaksid kõige enam mõjutatud. (Khajar 2014: 28)

Sellest võib järeldada, et samal ajal kui välised tegurid avalduvad mõlema ettevõtte tüübile samamoodi, siis just sisemised tegurid on need, mis on erinevate ettevõtte tüüpide korral erinevalt käsitletavad ning, mille abil reguleeritakse välistest tegurites tulenevat mõju. Nagu eelnevalt sai mainitud ühe välistegurina konkurentsi, siis konkurentsi tingmustes tegutsedes on riigi osalusega ettevõtetel lihtsam tegutseda, sest valitsus võimaldab neile toetusi erinevate sisendite näol. Khajar (2014: 28) aga väidab oma teoses, et valitsusele on kurnav pikas perspektiivis pidevate toetuste võimaldamine kahjumiga tegutsevatele ettevõtetele ning üheks lahenduseks võib olla erastamine ja loovutamine ning ettevõtet erastades on eesmärgiks parandada ettevõtte tulemuslikkust.

Riigi osalusega ettevõtted omavad kõige suuremat mõju telekommunikatsiooni, transpordi ning energia harudes, seega saab öelda, et nendes harudes tegutsevatele ettevõtetele on üsna haruldane ligipääs varudele ja võimalustele mida riik ei soovi loovutada ehk erakätesse üle anda. Nagu ka Okhmatovski (2010: 1021) mainis oma teoses on nendeks näteks loodusvarad, kommunikatsioon, transpordi võrgustik või unikaalne tehnoloogia. Riigi osalusega ettevõtted mitte ainult ei oma kontrolli tähtsate varade üle aga nad käituvad ka kui suurte klientidena, kes ostavad tooteid ja teenuseid eraettevõtetelt (Toninelli 2000: 124).

Asjaolu, et ettevõtted on just riigi kontrolli all, mitte eraaktsionäride kontrolli all, mõjutab oluliselt piiranguid ja stiimuleid, millele riigi osalusega ettevõtete juhid peavad igapäevaselt vastu astuma. Tehes strateegilisi otsuseid, riigi osalusega ettevõtete juhid peavad arvesse võtma lisaks majanduslikele teguritele ka poliitilisi tegureid. Samal ajal on riigi osalusega ettevõtted vähem tundlikud turu survele (seda valitsuse kaudse toetuse ning nende endi sageli esineva monopolistiku positsiooni tõttu) ja seega on nad vähem mures efektiivse tegutsemise pärast kui eraettevõtted. (Okhmatovski 2010: 1025)

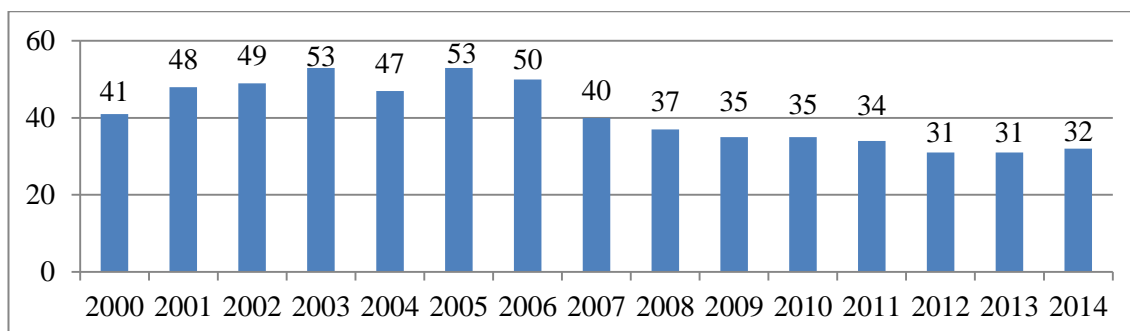
Riigi osalusega ettevõtete väärtusloome hindamisel tasuks lisaks eelnevalt mainitud teguritele ka meeles pidada, et nendel on alati kaasatud laenukapital ning see on tunduvalt suurem kui osadel eraettevõtetel. Seda sellepärast, et erinevad finantsasutused

tajuvad riigi osalusega ettevõtteid, kui madala riskiprofiiliga äriühingut ning tänu valitsuse toetusele on neile pakutavad laenud või võlakirjad tunduvalt madalama marginaaliga, mis muudab laenu odavamaks. Suurest laenukapitalist saab ka järeldada, et riigi osalusega ettevõtted plaanivad suurema mahulisemaid investeeringuid. Antud investeeringud ei pruugi olla alati kasumi suurendamise eesmärgil, vaid täitmaks poliitilisi ning sotsiaalseid eesmärke.

2. EESTI RIIGI OSALUSEGA ETTEVÕTETE VÄÄRTUSLOOME HINDAMINE

2.1. Eesti riigi osalemine ettevõtluses

Eesti riigi osalus ettevõtetes näitab langustrendi – seda suunda on teadlikult hoitud, eelkõige muutuvatest vajadustest ja majandussektorite arengutest lähtuvalt. Samas on riigil kõigest piiratud hulga põhjuseid, et siseneda omanikuna ettevõtetesse – näiteks tulu teenimise eesmärgist julgeoleku tagamise ja muu avaliku huvini, kus erasektori oma initsiatiiv on tagasihoidlikum. Eesti riigile kuuluvate äriühingute tegevust suunatakse üldistest põhimõtetest lähtuvalt, kuid iga konkreetne ettevõtte vajab oma eesmärgi ning omanikuootusi ja nende väljatöötamisele on ka suund võetud. Riigi osalus ettevõtluses on ka pärast masserastamise lõppemist 1990ndate aastate lõpus pidevas dünaamikas. Riigiasutusena toimunud üksuseid muudeti äriühinguteks ning jätkus osaluste müümine. (Riigi osalus ... 2015)



Joonis 2. Riigi osalusega äriühingute arv (Riigi osalus ... 2015).

Nagu jooniselt on ka näha siis muutus riigi osalusega äriühingute arv stabiilseks alates 2008. aastast. Kuna hetkel on riigi osalustega ettevõtteid 34 siis numbriline kõikumine on siiski olemas, kui võrreldes varasemaid muutusi on hetkeline kõikumine üsna väike. Vastavalt Rahandusministeeriumi arvamusele (Riigi osaluste ... 2016) on igal aastal toimunud ka erinevaid muutusi, mis on nende väiksemate kõikumiste põhjuseks -

tegevusefektiivsuse tõstmiseks ühendati väikesed ühingud, müüdi mittestrateegilisi osalusi ja regulatsioonidest tulenevalt korraldati ümber ettevõtete tegevust.

Rahandusministeerium (Riigi osaluste ... 2016) on välja toodud viis olulist punkti Eesti riigi osalusega ettevõtete juhtimisel:

- Juhtimise põhireeglid (juhtorganite pädevus, moodustamise kord ja otsuste vastuvõtmine jne) lähtuvad äriseadustikust. Riigivaraseadus pigem täpsustab riigisest rollide jaotust ja menetlusreegleid juhtimisstruktuuris;
- Riik osaleb juhtimises eelkõige aktsionäri õiguste teostamisega ja ei tohi sekkuda äriühingu juhtimisse teistel tasanditel, võimaldades nõukogudel ja juhatustel iseseisvas äritegevuses seatud eesmärgi saavutada;
- Keskne roll on riigi osaluse valitsejal, kelle on kõik seadusest tulenevad aktsionäri õigused ja kohustused. Osaluse valitsejaks on valitsuse määratud ministeerium või riigitulundusasutus või vähemusosalustes rahandusministeerium. Äriühinguid valitsetakse detsentraliseeritult;
- Üldjuhul on eraõiguslike juriidiliste isikute juhtimine kahetasandiline: ettevõtte igapäevast tegevust juhib juhatuse, mida omakorda kontrollib ja juhendab nõukogu. Nõukogu valib ja kinnitab juhatuse;
- Nõukogu liikmete nimetamisel osaleb valitseva ministeeriumi minister, kes teostab osaühingus osanikuõigusi.

Eesti riik osaleb äriühingutes kolmel põhjusel: riigivõimu teostamine, muul riigivara valitseja poolt määratud avalikul eesmärgil ning tulu saamiseks (Riigi osaluste ... 2016). Seega on üsna loogiline, et kui riigil puudub nimetatud kolme põhjuse raames mõni eesmärk ettevõtluses osalemiseks, siis oleks eetilise väljuda teatud äriühingust ning anda see üle erasektorile õigel ajal ning õige tegutsemisviisiga.

Antud alapeatükis tutvustatakse Eesti riigi osalusega ettevõtteid ning moodustatakse valim, võttes arvesse osaluse suurust ning seda, kas antud ettevõtte on eraettevõtete hulgas olemas võrreldavat äriüksust. Vastavalt Rahandusministeeriumi andmetele (Riigi osaluste ... 2016) on Eestis kokku 34 Eesti riigi osalusega ettevõtet ning nendest 32 äriühingus omab Eesti riik osalust vähemalt 50%. Kuna riigi osalemine ettevõtluses on tingitud erinevatest asjaoludest (sh. monopoli kontroll), siis ei pruugi kõigil 32 riigi

osalusega ettevõtetel esineda samas majandusharus arvestatavaid konkureerivaid eraettevõtteid. Antud uurimuse jaoks on parema võrdluse saamiseks vajalik kõrvutada riigi osalusega ettevõtte samas sektoris tegutseva eraettevõttega. Kuna Eesti riigis registreeritud ettevõtete tegevusalad on paika pandud kindla koodiga (EMTAK kood) siis valiti valimisse ühesuguste EMTAK koodidega registreeritud riigi osalusega äriühingud ja eraettevõtted ning, et valim muuta veel konkreetsemaks eemaldati valimist äriühingud, kelle aktsia- või osakapitali suurus oli võrreldavate ettevõtete omadest liiga suur või väike. Eesmärgiks oli kokku koguda võimalikult sarnased ettevõtted. Kahjuks ei ole see täielikult võimalik, sest nagu varem mainitud, siis riigiettevõtetel on reeglina kindel eesmärk, miks osaletakse ettevõtluses ning see erinevus peegeldub selgelt ka kapitali suures teatud tegevusvaldkondades. Sellest hoolimata on võimalik analüüsida riigiosalusega ettevõtteid eraettevõtetega ning kirjeldada nende erinevusi väärtusloomel.

Selleks, et võrdlus ei jääks liiga ühekülgselt sai iga riigiettevõtte kohta võetud kaks eraettevõtet. Riigiettevõtted, millele adekvaatset võrdlust ei olnud võimalik tuua või, mille vajalikud nelja aasta finantsandmed puudusid, eemaldati valimist. Kokkuvõtvalt moodustus lõplik valim läbides järgmised neli kriteeriumit:

- EMTAK kood,
- osa- või aktsiakapitali suurus,
- võrreldavad eraettevõtted,
- vajalikud finantsandmed aastatel 2011-2014.

Lõplik valim sai moodustatud üheksast riigi osalusega ettevõttest millele võeti võrdluseks kõrvale kaks samas tegevusvaldkonnas tegutsevat eraettevõtet. Enne valimisse lisamist kontrolliti Äripäeva infopangast üle omanike struktuur, et omanike hulgas ei oleks riiki, kas siis otseselt või kaudselt. Lõplikud kasusaajad olid kõigi eraettevõtete korral kas füüsilised isikud või välismaa ettevõtted. Kahjuks meie andmebaasid ei avalda välismaa ettevõtete omanikke, kuid võib järeldada, et Eesti riigi osalust seal ei esine. Arvesse võetud kriteeriume ning saadud valimi põhjal oli uuritavaid ettevõtteid kokku 24, millest 8 olid riigi osalusega ettevõtted ning 16 eraettevõtet.

Tabel 2. Eesti riigi osalusega ettevõtted ning nende peamised konkurendid.

Riigi osalusega ettevõtte	Eraettevõtetest konkurendid	Tegevusala (EMTAK kood)
OÜ Eesti Geoloogiakeskus	<ul style="list-style-type: none">Aakermäe OÜGeotehnika Inseneribüroo G.I.B. AS	Geoloogilised ja geodeetilised uurimistööd (71122)
AS A.L.A.R.A.	<ul style="list-style-type: none">Vaggen ASEcoPro AS	Ohtlike jäätmete kogumine (38121)
AS Eesti Liinirongid	<ul style="list-style-type: none">AS GORailEdelaraudtee	Sõitjate raudteevedu (49101)
AS Eesti Post	<ul style="list-style-type: none">Express Post ASMirador OÜ	Üldpostiteenindus (53101)
AS Eesti Vedelikutevaru Agentuur	<ul style="list-style-type: none">EuroPetroleum OÜPetkam OÜ	Mootorikütuse hulgimüük (46712)
AS Vireen	<ul style="list-style-type: none">Prismaarendus OÜEcometal AS	Sorteeritud materjali taaskasutusele võtmine (38321)
AS Eesti Loto	<ul style="list-style-type: none">MC Kasiinod ASNovoloto OÜ	Hasartmängude ja kihlvedude korraldamine (92001)
AS Eesti Metsataim	<ul style="list-style-type: none">Metsasellid OÜForestplanter OÜ	Metsakasvatuse ja muud metsamajanduse tegevusalad (02101)

Allikas: (Äripäeva infopank 07.05.2016)

Eesti riigi osalusega ettevõtteid pole palju, millel oleks täielikult võrreldavaid konkurente erasektoris. Suurelt jaolt selle pärast, et kõige olulisem riigi sekkumise motiiv äritegevusse on monopoolse turu kontrollimiseks ning monopoolne turg juba oma mõistega vihjab, et antud majandustegevuses ei ole tegutsemas tõsiselt võetavat konkurenti.

Järgmiste peatükkide raames leitakse Tabelis 2 väljatoodud ettevõtete EVA-d. Kuna EVA puhul on reeglina tegemist absoluutnäitajaga, siis on ilmselge, et kui ettevõtete vahelised erinevused on üsna suured, siis EVA-de omavahelisest võrdlemisest ei ole võimalik teha adekvaatseid järeldusi. Selle jaoks, et oleks võimalik kahte ettevõtet omavahel võrrelda, muudetakse EVA protsentuaalseks näitajaks. Protsentuaalne arv aitab meil juba paremini hinnata kahte erinevat ettevõtet ning teha järeldusi nende väärtusloome kohta. Antud peatükis anti ülevaade andmetest ning valimi moodustamise loogikast. Detailsema ülevaate uurimise meetodikast ning analüüsist annavad järgmised alapeatükid.

2.2. Andmed ja metoodika

Käesoleva empiiriline analüüs hindab Eesti riigi osalusega ettevõtete majanduslikku lisandväärtust ning majandusliku lisandväärtuse arvutamisel kaasnevaid komponente nagu maksude järgne tegevuskasum (*NOPAT*) ning kaalutud keskmine kapitali hind (*WACC*). Teoreetilises osas on välja toodud erinevate lisandväärtuse näitajate kirjeldus ning *EVA* ja tema komponentide sisuline arutelu. Valimisse võeti kaheksa Eesti riigi osalusega ettevõtet ning samas majandussektoris tegutsevad kaks eraettevõtet, mis kujutavad endast kõige enam konkurentsi vastavale riigi osalusega ettevõttele. Andmed pärinesid äriregistri kodulehelt väljavõetud ettevõtete majandusaastaruannetest aastatel 2011-2014. Algselt oli plaanis võtta ajavahemik intervalliti, kuid paljud majandusaastaruanded algasid alles 2010 aastaga.

EVA arvutati valemi 5 järgi, kus investeeritud kapitali all mõeldakse aktsiakapitali või osakapitali, mis on ettevõttesse omanike/aktsionäride poolt investeeritud. Kui vaadata valemit 5, siis jagunes *EVA* kolmeks komponendiks – *WACC*, *NOPAT* ja investeeritud kapital. Investeeritud kapital ehk kogukapital ning *NOPAT* olid otseselt leitavad majandusaastaruannetest. Valemi 5 kohaselt on *NOPAT*-il üks olulisemaid rolle lisandväärtuse suuruse leidmisel. Kui kapitali keskmine hind korrutatakse läbi investeeritud kapitaliga, siis lahutades saadud tulemuse maksude järgsest tegevuskasumist, näitabki saadud arv lisandunud väärtust aktsionäridele või osanikele. Kuna Eesti ettevõtetes ettevõtlustulu ei maksustata siis võrdus *NOPAT* sisuliselt ärikasumiga. Eesti riigis maksustatakse ettevõtlus tulu puhul ainult dividende, seega kui ettevõtte oli maksnud valitud majandusaastal dividende oma aktsionäridele, siis antud kulu sai ärikasumist enne valemisse lisamist maha lahutatud.

Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks kasutati valemit 7, kus tehti mõningaid üldistusi. Omakapitali ning laenukapitali osaluste suurused olid bilansist kenasti kättesaadavad kuid omakapitali ning laenukapitali hinna leidmine nõudis juba veidi rohkem arvutamisi ning üldistusi. Laenukapitali hinna määrab ära laenu või võlakirja intressimäär. Kuna aga antud juhul ei olnud ühegi ettevõttega vahetut suhtlust ega ligipääsu ettevõtte sisesele infole, siis oli intressimäärade leidmine kohati keerukam. Eesti riigi osalusega ettevõtetel ning mõningatel eraettevõtetel on majandusaastaruannetes üldiselt välja toodud intressimäärad ning leides aruaande aasta keskmise

intressimäära oli laenukapitali hind leitud. Juhul kui intressimäära ei olnud majandusaastaruannetes otseselt ära toodud lähtuti loogikast, et intressikulud kokku jagatuna bilansis oleva kohustusega, saame ligikaudse protsendi, mis annab meile piisava eelduse laenukapitali hinna kohta. Taolist üldistust sai tehtud enim eraettevõtete puhul, mis võis viia järeldusele, et laenukapitali hind on enamus eraettevõtete puhul väga madal ning lähedane 0%-le .

Omakapitali hinnaks oleks omakapitali oodatav tootlikkuse määr. Nagu sai aga varasemalt mainitud, siis kahjuks taolist ettevõtte sisest infot töö autoril kasutada ei olnud. Omakapitali väärtuse hindamisel on laialdaselt kasutuses *CAPM* mudel (*CAPM – Capital Asset Pricing Model*), kus valemi 8 sisenditeks on kolm erinevat määra – riskivabamäär, finantsvõimendusega beeta kordaja ning turutulumäär. Andmed pärinesid nii Damodaran'i kui ka Investing.com kodulehelt. Valitud arvud pidid olema vastava aasta ning vastava tegevusala lõikes ettevaatavalt võetud kuna kui ettevõtte juht sooviks järgmiseks majandusaastaks kindlaks määrata oma omakapitali hinna, siis tehakse seda olemasolevate andmete põhjal. 2011. aasta riskivaba määr pärines Investing.com kodulehelt, võttes võrdluseks 2010. aasta lõpu Saksa valitsuse 10-aastase võlakirja tootlikkuse. Samasugune loogika kehtis ka beeta kordaja kui ka turutulumäära korral kuid need pärinesid juba Damodaran-i andmebaasist. Damodaran-i andmebaasis oli antud nii finantsvõimendusega beeta kui ka finantsvõimenduste beeta. Valituks sai finantsvõimendusega beeta, sest finantsvõimendusega beetat on võimalik arvutada valemi 9 järgi ning paljudes riikides on valemisse lülitatud sisse ka tulumaksu komponent. Nagu ennist sai öeldud siis Eestis ettevõtlus tulu ei maksustata ning seega oli täpsemate tulemuste saamiseks mõistlikum valida finantsvõimendusega beeta vastavas tegevusalas ning vastava aasta korral ja arvutada ise valemi 9 põhjal finantsvõimendusega beeta.

Keskmine riskivabamäär mõõdetuna eelneva aasta lõpu seisuga oli 2011-2014 aastaks 2,01% ning keskmine turutulumäär 2011-2014 aastatel Eesti riigis oli 6,67%. Võrreldes eesti määrasid tema naaberriigi Lätiga, siis tundus esmapilgul Eesti turu olukord soodsam. Järgnev tabel näitab täpsemalt kahe erineva määra suurust uurimise all olevate aastate lõikes.

Tabel 3. Riskivabamäär ja turutulumäära aastatel 2011-2014 (%)

	2011	2012	2013	2014
Riskivabamäär	1,941	1,306	1,825	2,949
Oodatava turutulumäär	6,05	7,08	7,28	6,28

Allikas: Autori koostatud (Data ... 2016) ja (Germany 10-Year ... 2016) põhjal.

Beetakordaja puhul on lisaks aastastele erinevustele ka tegevusalade erinevus kuna beetakordaja on igas tegevusalas erinev. Üldistatuna öeldes oli riigi osalustega ettevõtetes finantsvõimendusega beetakordaja aastatel 2011-2014 keskmiselt 1,24% ning eraettevõtetes samal aastavahemikul keskmiselt 1,27%. Siit on näha, et süstemaatiline risk on suurem eraettevõtete puhul. Laenukapital avaldab finantsvõimendusega beetakordajale mõju kuna finantsvõimendusega beetakordaja puhul on laenukapitali osakaal 0%. Sellest tulenevalt kui finantsvõimendusega beetakordaja ettevõttes tõuseb, siis laenukapitali osakaal langeb kuna hajutatavus eraettevõtete portfellis pole nii lai kui riigi osalusega ettevõtetes. Lülitades saadud määrad *CAPM* valemisse sisse, saadi riigi osalusega ettevõtete omakapitali hinnaks aastatel 2011-2014 keskmiselt 7,41% ning samal ajavahemikul eraettevõtete omakapitali hinna keskmiselt 7,56%. Omakapitali oodatav tootlikus on eraettevõtete puhul suurem kuna eraettevõtted on rohkem motiveeritud kasumi teenimisele, konkurents avaldab rohkem mõju äritegevusele ning sellest tulenevalt on ka ootused kõrgemad.

Eelpool mainitud etappide läbides on käsitletavas töös kõik vajalikud andmed olemas, et arvutada välja *EVA* vastavalt valemile 5. Nagu ka teoreetilises osas sai mainitud siis positiivse *EVA* korral toodab ettevõtte juurde väärtust ning negatiivse arvu korral hävitab väärtust. Üldistatud pilti vaadates oli riigi osalusega ettevõtete *EVA* aastatel 2011-2014 keskmiselt 2 841 001,28 EUR, mis näitab, et riigi ettevõtted tootsid Eestis antud ajavahemikul väärtust juurde keskmiselt sellises summas. Samal ajavahemikul eraettevõtete *EVA* oli 46 383,17 EUR ning samuti ei toimunud väärtuse hävitamist. Eraettevõtete *EVA* on tunduvalt väiksem ning see tõstatas uurimuses järgmise küsimuse. Autor plaanis välja selgitada, kuidas oleks võimalik erinevate ettevõtete *EVA*-sid võrrelda kui tegemist on erinevate kapitali suuruste ning ärikasumiga äriühingutega. Teoreetilises osas sai üheks *EVA* puuduseks väljatoodud, et kuna tegemist on absoluutarvuga, siis kahe erineva ettevõtte *EVA*-de võrdlemine ei anna uurimusele sisulist infot ning võrdlevat analüüsi ei saaks.

Kõige parema pildi erinevate ettevõtete võrdlusest saadud tulemustest annavad protsentuaalsed näitajad. Protsentuaalne arv aitab ka antud uurimuses lahendada *EVA*-st tulenevat absoluutarvu probleemi. Vaadates *EVA* valemit 5, mille põhjal praegused numbrid saadi, siis mudeli ainsaks protsentuaalseks näitajaks oli kaalutud keskmine kapitali hind (*WACC*). See sai läbi korrutatud investeeritud kapitaliga, et leida kogukapitali hind absoluutväärtuses, mis pidi hiljem äritegevuse kasumist maha lahutama, et leida lisandunud väärtus (*EVA*). Lähenedes nüüd samale valemile teise nurga alt ning proovides absoluutarvu asemel protsentuaalne vastus saada. Seekord ei korruta autor keskmist kapitali hinda investeeritud kapitaliga läbi, et leida kogukapitali hind vaid jagab hoopis maksude järgse äritegevuskasumi (*NOPAT*) läbi investeeritud kapitaliga, mis annab meile teenitud kasumi protsentuaalse suuruse investeeritud kapitalist. Lahutades saadud protsentuaalsest suurusest keskmise kapitali hinna, jääb järele ettevõtte lisandunud väärtus protsentuaalsel kujul ja näitab väärtuse muutuse suurust investeeritud kapitalist. Valem 10 aitab paremini selgitada eelpool kirjeldatud.

$$(10) \quad EVA \text{ osakaal investeeritud kapitalist} = \frac{NOPAT}{Investeeritud \text{ kapital}} - WACC ,$$

Saadud protsentuaalse väärtuse põhimõte on sama, mis absoluutarvu puhul – kui saadud protsent on positiivne, loob ettevõtte väärtust juurde ning kui protsent on negatiivne, hävitab ettevõtte väärtust. Kui vaadata valemit 10, siis antud valemit võib sisuliselt teisendada lihtsamale kujule, kus äritegevuse puhaskasumi ning investeeritud kapitali jagamise tulemus on *ROCE* (*Return On Capital Employed*), mis iseloomustab investeeritud kapitali tulususe määra teatud ajahetkel.

$$(11) \quad EVA \text{ osakaal investeeritud kapitalist} = ROCE - WACC ,$$

kus *ROCE* – Kasutatud kapitali tulusus (%).

Seega uurimuse käigus saadud riigi osalusega ettevõtete lisandunud väärtus aastatel 2011-2014 oli keskmiselt 552% ning eraettevõtete lisandunud väärtus keskmiselt 277%. Kuigi hetkel avaldavad tervele valimile mõju paar üksikut ettevõtet oma märgatavalt suurema väärtusloomega, siis antud numbrid siiski aitavad juba veidi paremini väärtusloomet hinnata.

Käesolev peatükk andis ülevaate uurimuse käigus kasutatavatest andmetest ja meetodikast ning esitas üldpildi keskmistest tulemustest. Selle jaoks, et analüüsida riigi osalusega ettevõtete EVA-sid paremini peab võrdlema igat riigiettevõtet eraldi tema konkurentidega eraettevõtetest, kuna mõjutatavaid faktoreid on palju ning üldistavate keskmiste tulemuste põhjal ei ole võimalik veel paikapidavaid järeldusi teha.

2.3. Majandusliku lisandväärtuse analüüs Eesti riigi osalusega ettevõtetes

Eesti riik omab osalust ettevõtetes kindla eesmärgi nimel. Selleks võib olla sotsiaalne vastutus, monopolism või majanduse arengule kaasa aitamine mõnel teisel põhjusel. Eelmises alapeatükis oli kergelt tutvustatud nii eraettevõtete kui ka riigiettevõtete keskmisi näitajaid ning mudelites kasutatavaid määrasid. Käesoleva peatüki eesmärgiks on kirjeldada detailsemalt saadud andmete tulemusi ning anda vastus, uurimuse alguses, püstitatud eesmärgile.

Lisad 1 ja 2 hõlmavad enda täielikku tabelit kõikidest arvulistest näitajatest, mis antud uurimuse käigus sai kasutatud. Andmed on antud lisades lahti kirjutatud nii aastate, näitajate kui ka ettevõtete lõikes ning seal on näha teatud trend riigiettevõtete puhul, kelle EVA on konstantselt negatiivne ehk hävitab kasumit. Sellest võib järeldada, et tegu ei ole äritegevuselt konkurentsivõimelise ning kasumile orienteeritud ettevõtetega või lihtsalt on investeeritud kapital ettevõttes niivõrd suur, et turg ei võimalda enam sedavõrd suurt kasumit, mis ületaks kõikide aktsionäride poolt investeeritud kapitali nagu näiteks AS Eesti Vedelkütusevaru Agentuur. Väikese äritegevuse kasumi ning madalama kapitali mahu järgi võib järeldada, et sotsiaalset vastutust omav ettevõtte, antud näite puhul, oleks OÜ Eesti Geoloogiakeskus, mille kapitali maht on nelja aasta lõikes 971 502 EUR ning EVA on valitud aastate lõikes keskmiselt -51 901,18 EUR (-5,34%).

Nagu eelnevaltki on antud uurimuses mainitud, et väärtusloome hindamisel on tähtsal kohal maksude järgne äritegevusekasum ehk *NOPAT*, sest saadud kasum läheb piltlikult öeldes esmajoonel vastavas summas investeringu teinud aktsionäridele ning allesjäänud osa (eeldusel, et ettevõtte on väärtust loonud) ongi lisandunud väärtus, mida aktsionärid saavad veel lisaks nende poolt tehtud investeringule. Tabel 4 näitab kuidas

on *NOPAT* aja jooksul muutunud, nii riigi- kui ka eraettevõtetes. Arvud on tabelis 4 esitatud protsentuaalsete näitajatenähtena ehk *NOPAT*-i suurus investeeritud kapitali kohta, sest absoluutarve ei ole kõige parem võrrelda kuid soovi korral saab vastavate absoluutarvudega tutvuda lisades 1 ja 2.

Tabel 4. *NOPAT*-i osakaal investeeritud kapitalist ettevõtetes aastatel 2011-2014 (%)

Eesti riigi osalusega ettevõtte / eraettevõtte	NOPAT			
	2011	2012	2013	2014
OÜ Eesti Geoloogiakeskus	0,39	-0,89	0,35	2,97
Aakermäe OÜ	-138,22	14,28	24,40	15,24
Geotehnika Inseneribüroo G.I.B. AS	9,88	-109,61	-141,66	-50,77
AS A.L.A.R.A.	-0,73	3,80	-3,47	-2,30
Vaggen AS	-8,59	6,75	40,38	36,87
EcoPro AS	2 179,30	-40,21	465,63	32,85
AS Eesti Liinirongid	53,10	-170,54	10 221,58	1 884,06
AS GORail	90,30	26,54	-18,95	-124,57
Edelaraudtee	-3 392,54	1 023,67	2 336,23	-11 886,49
AS Eesti Post	6,26	15,21	14,62	6,98
Express Post AS	515,94	470,33	585,82	819,74
Mirador OÜ	162,75	-132,71	-178,72	92,06
AS Eesti Vedelkütusevaru Agentuur	3,76	0,40	6,06	1,78
Euro Petroleum OÜ	-1,93	46,53	-6,64	-14,53
Petkam OÜ	152,16	283,35	-9,70	17,47
AS Vireen	1 310,64	935,85	543,85	846,70
Prismaarendus OÜ	8 347,62	2 738,79	4 002,19	2 858,26
Ecometal AS	281,26	153,52	37,83	158,10
AS Eesti Loto	488,73	502,57	605,29	538,49
MC Kasiinod AS	17,40	24,58	15,89	9,49
Novoloto OÜ	74,62	-161,46	-153,20	-287,54
AS Eesti Metsataim	1,83	7,02	15,69	9,99
Metsasellid OÜ	1 425,34	1 223,12	810,49	2 750,39
Forestplanter OÜ	83,09	141,68	156,50	242,61

Allikas: Autori koostatud 2011-2014.a. majandusaastaaruannete põhjal.

Tabelist 4 on võimalik näha, et kõigest kolmel riigiettevõttel on korra olnud antud aastate vahemikus negatiivne *NOPAT*, see-eest eraettevõtetel on tunduvalt rohkem negatiivset kasumit täheldada. Kuigi riigi osalusega ettevõtete hulgas esines negatiivset ärikasumit vähe ei olnud nad aga kõige suurema näitajaga oma eraettevõtete hulgas. Kõigest kolm riigi osalusega ettevõtet olid kas igal aastal või teatud aastal

võrreldavatest eraettevõtetest suurema kasumiga – AS Eesti Liinirongid, AS Vedelkütusevaru Agentuur ja AS Eesti Loto. Vaadates kasumi protsentuaalseid näitajaid, siis on valdavalt eraettevõtted need, kelle kasumi protsent on suurem. Peaaegu kõik riigiettevõtted on väiksema kasumi protsendiga, mis võib viidata vähem kasumlikele ettevõtetele, kuid samas nagu ennist sai mainitud, siis on osadel riigiettevõtetel ka suurem kapitali maht, mille tõttu on *NOPAT*-i osakaal selle protsendina väiksem kui eraettevõtetel. Tabelist 4 hakkas silma üks riigi ettevõtte – AS Eesti Loto, kellel oli oma eraettevõtetest konkurentidest antud ajavahemikul pidevalt kõrgem kasumi protsent ning erinevus oli üsna suur. Siin võib järeldada, et tegemist on monopoolse ettevõttega, kus on suurem osa turg endale haaratud. Eraettevõtete kõrge kasumi protsent on tänu nende peamisele eesmärgile, milleks on kasumi teenimine ning kuna valimis olevatel eraettevõtetel on enamasti ka väiksema mahulised investeeritud kapitalid, siis kasumi protsent võib olla sellest tingituna suurem kui riigi osalusega ettevõtetel.

Negatiivne *NOPAT* tähendab omakorda ka alati negatiivset *EVA*-t, mis on loogiline, sest ärikasumit mitte teenides, pole võimalik lisandväärtust juurde luua. Vastupidiselt antud väide ei toimi ehk positiivse *NOPAT*-i korral ei pruugi olla tingimata positiivne *EVA*, sest teenitud ärikasum tähenda, et n.ö. kulud ei või olla suuremad. Seega saab juba äritegevuse kasumi põhjal teha esmaseid järeldusi selle kohta, kas ettevõtte hävitab väärtust. Kuid ainult *NOPAT*-i pealt ei saa teha järeldusi ettevõtte kasumlikkuse üle ega anda adekvaatset arvamust ka erastamise küsimusele, mida lubas autor uurimustöö alguses kommenteerida. Soovi korral on võimalik *EVA* absoluutarvudega tutvuda lisades 1 ja 2 kuid analüüsi saab teha paremini protsent näitajate pealt nagu ka *NOPAT*-i puhul. Seega eelnevalt välja toodud *NOPAT*-i protsendi näitajate kõrvale on nüüd hea võrdluseks tuua *EVA* protsentuaalsed näitajad ning uurida kas sarnased anomaaliad samade ettevõtete juures kerkivad esile ka *EVA* näitajates. Sisuliselt näitas tabel 4 juba ära milline ettevõtte on võrdluses olevatest ettevõtete kasumlikum ning toodab rohkem väärtust kuid tabel 5 annab lisa informatsiooni kui palju väärtust täpselt antud ettevõtted loovad. Järgnev tabel 5 annab ülevaate *EVA* osakaalust investeeritud kapitalist ning lisa informatsiooni eelmises tabelis olevatele *NOPAT*-i näitajatele. Neid kahte näitajaid koos analüüsides on võimalik teha paremaid järeldusi kui vaadates *NOPAT*-i tulemusi üksinda.

Tabel 5. EVA osakaal investeeritud kapitalist aastatel 2011-2014 (%).

Eesti riigi osalusega ettevõtte / eraettevõtte	EVA			
	2011	2012	2013	2014
OÜ Eesti Geoloogiakeskus	-6,27	-6,30	-6,01	-2,79
Aakermäe OÜ	-143,96	9,01	17,66	9,66
Geotehnika Inseneribüroo G.I.B. AS	5,01	-113,78	-143,90	-55,47
AS A.L.A.R.A.	-5,66	-1,34	-10,06	-7,69
Vaggen AS	-13,52	1,63	33,86	31,45
EcoPro AS	2 174,93	-45,27	459,32	27,57
AS Eesti Liinirongid	48,59	-173,05	10 215,06	1 877,45
AS GORail	83,33	22,66	-24,65	-128,65
Edelaraudtee AS	-3 403,96	1 012,78	2 328,77	-11 914,51
AS Eesti Post	-1,31	9,45	9,73	1,58
Express Post AS	510,72	464,28	582,88	814,30
Mirador OÜ	150,16	-140,88	-177,84	88,50
AS Eesti Vedelkütusevaru Agentuur	-1,16	-3,75	-2,72	-3,64
Euro Petroleum OÜ	-5,82	43,34	-11,34	-18,70
Petkam OÜ	146,75	278,63	-16,81	11,73
AS Vireen	1 205,55	929,77	537,70	841,16
Prismaarendus OÜ	8 341,03	2 734,29	3 997,37	2 852,97
Ecometal AS	276,66	148,41	31,99	152,63
AS Eesti Loto	482,05	497,78	601,05	534,38
MC Kasiinod AS	10,46	19,32	9,73	4,55
Novoloto OÜ	67,65	-170,63	-156,78	-293,80
AS Eesti Metsataim	-3,90	2,01	10,34	5,74
Metsasellid OÜ	1 410,19	1 218,41	805,55	2 746,09
Forestplanter OÜ	75,29	134,35	150,17	235,66

Allikas: Autori arvutused 2011-2014.a. majandusaastaaruannete põhjal.

Negatiivsete ning positiivsete EVA-de hulk on suurenenud ega pole enam selgelt eristatav, millise ettevõtte väärtusloome hävitamine toimub tihedamini, sest erinevalt *NOPAT*-i näitajates on hetkel tegu mitmekesisemate tulemustega. Kuigi peab tõdema, et peaaegu iga aasta ning iga tegevusala lõikes oli eraettevõtte see, kes lõi rohkem väärtust juurde (või hävitas vähem) kui temaga võrreldud riigi osalusega ettevõtte. Samuti kerkisid esile täpselt samad riigiettevõtted, kellel olid eelnevas tabelis 4 teatud aastal kõrgeim ärikasum ning tabel 5 näitab, et need samad riigiettevõtte loovad ka enim väärtus oma aktsionäridele. AS Vedelkütusevaru Agentuuri puhul tasub märkida, et kuigi tema ärikasum oli 2013. aastal positiivne, siis lõppude lõpuks hävitas too ettevõtte

samal aastal oma väärtust, vähem kui temaga võrdluses olevad eraettevõtted aga siiski lisandväärtust juurde ei tekkinud.

Kokkuvõtvalt saab töö autor väita, et eraettevõtted loovad enim väärtust kui vastavas tegevusalas tegutsevad riigiettevõtted. Riigiettevõtetel on lisaks kasumi teenimise eesmärgile ka sotsiaalsed ülesanded, mida peavad nad Eesti riigi nõudmisel täitma (nt. soodustused erinevatele vanusegruppidele vms.). Analüüsides saadud näitajaid tõstataks autor ettepaneku, erastada selline ettevõtte nagu AS Eesti Vedelkütusevaru Agentuur. Antud ettevõttel on hetkel peaaegu olematu laenukapital, majandusaastaruannetest ei täheldanud pikaajalisi kohustusi või muid intresse kandvaid kohustusi ning temaga samas tegevusalas tegutsevatel ettevõtetel (EuroPetroleum OÜ ja Petkam OÜ) on üsna arvestatav ärikasum ning väärtusloome on küll volatiivne, kuid selle eest on neil ka madalam kapitalimaht, mis lubab neile ka tulevikus teenida tõenäoliselt lisandväärtust. Esmapilgul tundub, et antud riigiettevõtte erastamine mõjuks positiivselt tema väärtuse kasvule ning turgu jätkuks ka konkurentidele ega poleks monopoliseks turuks ohtu.

Kindlasti ei saaks erastamise küsimust vastu võtta puhtalt antud andmete põhjal vaid peaks uurima AS Vedelkütusevaru Agentuuri rohkem süvitsi ning täpsemate ettevõtte siseste andmetega. Töö arendamise võimaluseks olekski uurida, kas AS Vedelkütusevaru Agentuuri tasuks erastada, mis on hetkel antud ettevõtte juures need kindlad eesärgid, miks riik seal ettevõttes osalust omab ning kuidas mõjuks tema erastamine samas valdkonnas tegutsevatele eraettevõtetele.

KOKKUVÕTE

Ettevõtete aktsionärid on aastate vältel aina paremini edasi andnud oma ootusi ettevõtte tulemuslikkusele. Kui varasemalt keskenduti peamiselt äritegevusest kasumi teenimisele, siis tänaseks on üha enam jõutud järeldusele, et ettevõtte on oma olemuselt edukas siis, kui ta suudab luua juurde väärtus erinevatele osapooltele ehk aktsionäride või osanike väärtuse maksimeerimine oleks nüüdsest ettevõtete kõige olulisemaks eesmärgiks.

Antud uurimuse ülesandeks oli välja selgitada kui palju väärtust loovad juurde Eesti riigi osalusega ettevõtted aastatel 2011, 2012, 2013, 2014 ning selleks, et tulemusi paremini illustreerida kõrvutati riigi osalusega ettevõtete tulemused samas majandussektoris konkureerivate eraettevõtetega. Kuna väärtusloomet on võimalik tõlgendada väga laialdaselt, siis esmalt selgitati töö esimeses peatükis väärtuspõhist finantsjuhtimist, mis oma olemuselt on ettevõtte rahaliste ressursside planeerimine, suunamine, kasutamine ja reinvesteering. Väärtuspõhine finantsjuhtimine aitab ettevõtte finantsjuhil otsustada parima investeeringu kasuks, kas siis pika- või lühiajalises perspektiivis.

Nii lühi- kui ka pikaajalise strateegia jaoks on välja kujunenud erinevaid lisandväärtust hinnatavad mõõdikud. Kõige populaarsemateks mõõdikutest on kujunenud *EVA*, *MVA*, *CFROI* ja *SVA*, mille üheks olulisemateks komponentideks on kas hinnatavad rahavood või kapitali hind. Antud töö raames on hinnatud riigi osalusega ettevõtete ning nendega konkureerivate ettevõtete *EVA*-sid, sest antud lisandväärtuse näitaja eelisteks on tema kasutamise laiahaardelisus. *EVA*-t on erinevalt *MVA*-st võimalik arvutada ka börsil noteerimata ettevõtete puhul ning samuti kasutada ettevõtte siseselt, hindamaks divisjonide väärtusloomet. *EVA* puhul on negatiivseks küljeks see, et kuna tegu on absoluutnäitajaga, siis ei ole võimalik teha lihtsaid järeldusi kahe erineva ettevõtte võrdlemisel.

Selleks, et mõista kasutatavat näitajat paremini harutati *EVA* komponentideks. *EVA* koosneb maksude järgsest tegevuskasumist, kaalutud keskmisest kapitali hinnast ning investeeritud kapitalist (aktsiakapital/osakapital, mis on aktsionäride/osanike poolt ettevõttesse investeeritud). Kuna Eesti riigis ei maksustata ettevõtlustulu, siis *NOPAT*-i ning *WACC*-i valemist elimineeriti tulumaksu komponendid, mis tegi valemid tunduvalt lihtsamaks. Äritegevuse puhaskasum võrdus seega äritegevuse kasumiga bilansis. Keskmise kapitali hind on keskmine oodatav tulumäär, mis iseloomustab investeeringu olemust ning annab nägemuse, kas teatud kapitali tasub finantseerida või mitte. *WACC* on keskmise omakapitali hinna ja keskmise laenukapitali hinna summa. Kuna antud töö raames puudus isiklik ligipääs ettevõtete andmetele, mis ei olnud avalikud, siis tuli kasutada üldisi määrasid, mis on majanduse globaliseerumise tõttu välja kujunenud standardid (beeta kordaja, riskivaba tulumäär, turutulumäär jt.).

Riikliku osalusega ettevõtte on kui eraldiseisev avalik äriüksus, mis on seotud kaubandustegevusega ning, mis on kontrollitud keskse või föderaalse tasandi valitsuse poolt, kas siis otse või läbi mõne teise valitsusüksuse. Riigi osalus ettevõttes on peamiselt põhjendatud sellega, et hoida monopoolset turgu kontrolli all ning lähtuvalt sotsiaalsest vastutusest, toetada selliste ettevõtete äritegevust, mis tava konkurentsi tingimustest ei suudaks tegutseda jätkusuutlikult. Eestis tegutseb 32 ettevõtet, kus Eesti riik omab olulist osalust ning võttes arvesse, et oluline on võrreldava eraettevõtte olemasolu ning vajalikud finantsandmed, taandus lõplik valim kaheksale riigi osalusega ettevõttele ning 16 eraettevõttele, mille finantsandmeid uuriti viimase nelja aasta põhjal.

Kasutades valemit 5 sai leitud nii riigi osalusega kui ka eraettevõtete *EVA* näitajaid. Saadud lisandunud väärtus oli esimeseks hinnanguks ettevõtete väärtusloomele, kuid nagu sai ka varasemalt mainitud, siis *EVA* puhul on tegemist absoluutarvuga, mis raskendab erinevate ettevõtete võrdlemist omavahel. Seega olid saadud absoluutarvud pigem informatiivsed näitajad ning nende põhjal ei olnud võimalik teha adekvaatset analüüsi. Sellepärast oli vaja *EVA*-ga seotud protsentuaalset näitajaid, mis aitaks ettevõtete tulemuslikkust hinnata ja teha saadud hinnangust järeldusi. Lahenduseks oli läheneda samale *EVA* arvutamise valmile teise külje alt. Selle asemel, et *WACC* läbi korrutada investeeritud kapitaliga oli võimaluseks hoopis *NOPAT* läbi jaga investeeritud kapitaliga, mis andis valemi üheks osaks maksude järgse äritegevuse osakaalu

investeeritud kapitalist ning lahutades sellest kaalutud keskmise kapitali hinna, saadi lõplikuks tulemuseks *EVA* osakaal investeeritud kapitalist, mis aga oligi soovitud protsentuaalne näitaja, tegemaks järeldusi saadud tulemustelt.

Lõplike tulemuste pealt sai järeldada, et ei esine selgelt eristumist, millised ettevõtted loovad ja millised hävitavad väärtust. *EVA* positiivsed ja negatiivsed näitajad on pigem laiali ära hajutatud, kuigi oli võimalik siiski eristada parimate näitajatega ettevõtteid. Iga tegevusala lõikes oli pigem eraettevõtte see, kes lõi rohkem väärtust juurde või hävitas vähem väärtust kui riigi osalusega ettevõtted. Tulemustest kerkis esile kolm riigi osalusega ettevõtet, kus lisandus väärtust juurde enim kui eraettevõtetes. AS Eesti Loto oli ainukene riigiosalusega ettevõtte, kelle väärtusloome oli kõrgem kõigi 4 aasta vältel kui temaga samas tegevusala tegutseval eraettevõttel. AS Eesti Liinirongid lõi väärtust juurde 2013. ning 2014. aastal rohkem kui temaga võrreldav ettevõtte, eriti 2013. aastal kui AS Eesti Liinirongid lõi väärtus rohkem kui ükski teine ettevõtte terves valimis kõigi nelja aasta jooksul. Huvitavaks erinevuseks oli AS Eesti Vedelkütusevaru Agentuur, kus ei loodud rohkem väärtust kui eraettevõttes, vaid pigem hävitati vähem väärtust kui eraettevõttes, kuigi riigiettevõtte ärikasum oli positiivne.

Uurimuse lõpetuseks oli autori seisukohaks see, et eraettevõtted loovad rohkem väärtust juurde kui riigiosalusega ettevõtted, ning seda seetõttu, et nad on rohkem motiveeritud kasumi teenimisele ning aktsionäridele väärtuse loomisele. Riigi osalusega ettevõtetel lisa ülesandeks on kanda sotsiaalset vastutust, mis võib tihti tähendada mitte kasumlikult töötamist, sest keskendutakse üldise heaolu nimel ehk ettevõtte enda kasum ei ole prioriteet. Kuna tulemustest peegeldus paar üksikut riigi osalusega ettevõtet oma parema tulemuselikkusega eraettevõtetel kõrval, siis oli esialgse analüüsi tulemuseks teha ettepanek kaaluda AS Vedelkütusevaru Agentuuri erastamise võimalikkust. Antud ettevõtte kapitaliseerituse tase on väga kõrge ning sellel on samuti arvestatav ärikasum. Ettevõttel on madal kapitalimaht, mis tähendab, et oleks võimalik teha tulevikus erinevaid investeringuid sedasi, et majanduslik lisandväärtus jääks endiselt positiivsele tasemele.

Antud uurimuse käigus oli tegemist esialgsete andmetega ning järeldestega, mille põhjal oli võimalik välja selgitada huvi pakkuvam riigi osalusega ettevõtte, kellel oli *EVA* näitaja parem ja kellel oleks potentsiaali erastamiseks. Edasise uuringu jätkuks oleks

väga huvitav jälgida kuidas mõjuks erastamine valitud ettevõttele, kasutades rohkem ettevõtte siseseid andmeid ning tehes koostööd ettevõtte juhtkonnaga ja saada nende isiklik arvamus erastamise küsimusele.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Austin, J.E., Wortzel, L.H., Coburn, J.F.** Privatizing State-Owned Enterprises: Hopes and Realities. – International Executive, 1987, Vol. 29, No. 1, pp. 22-23. URL:
<http://web.a.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=bfe787a6-d66f-4b79-a71b-e8dab664091d%40sessionmgr4003&vid=28&hid=4207>
2. **Brewer, P.C., Chandra, G.** Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. – SAM Advanced Management Journal, 1999, Vol. 64, No. 2, pp. 4-11. URL:
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=5&hid=125>
3. **Brigham, E.F., Ehrhardt, M.C.** Financial Management: Theory & Practice. Cengage Learning, 2013, 1200 p.
4. **Brigham, E.F., Gapenski, L.C., Ehrhardt, M.C.** Financial Management. Theory and Practice. Harcourt College Publishers, 1998, 1087 p.
5. **Brigham, E.F., Houston, J.F.** Fundamentals of Financial Management. Harcourt College Publishers, 2001, 959 p.
6. **Burksaitiene, D.** Measurement of Value Creation: Economic Value Added and Net Present Value. – Economics & Management, 2009, pp. 709-714. URL:
<http://web.a.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=bfe787a6-d66f-4b79-a71b-e8dab664091d%40sessionmgr4003&vid=9&hid=4207>
7. Calculating Economic Profit with the EVA Model. Value Based Management.net. [http://www.valuebasedmanagement.net/methods_eva.html] 29.03.2016
8. Capital Asset Pricing Model – CAPM.
[http://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp] 24.04.2016
9. Capital Asset Pricing Model. Risk Encyclopedia. Finance, Trading & Risk Management.

- [http://www.riskencyclopedia.com/articles/capital_asset_pricing_model/]
24.04.2016
10. CFROI and ROE leaders. – Dow Theory Forecasts, 2011, Vol. 57, No. 21, pp. 7.
URL:
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=87&hid=125>
11. Data: Archives. Damodaran, A.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#returns] 09.05.2016
12. Eraettevõtete majandusaasta aruanded aastatel 2011-2014. a. (käsikiri)
13. **Guni, C.N., Munteanu, V.** The Added Economic Value – An Instrument for The Performance Measurement. – Economics, Management & Financial Markets, 2014, Vol. 9, No. 4, pp. 167-174. URL:
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=16&hid=125>
14. Germany 10-Year Bond Yield. Investing.com. [<http://www.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data>] 08.05.2016
15. Juhend 2014.a kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks. Konkurentsiamet. Tallinn, 2014, 15 lk.
16. **Kaur, M., Narang, S.** Shareholder Value Creation in India's Most Valuable Companies: An Empirical Study. – IUP Journal of Management Research, 2009, Vol. 8, No. 8, pp. 16-42. URL:
<http://web.a.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=bfe787a6-d66f-4b79-a71b-e8dab664091d%40sessionmgr4003&vid=16&hid=4207>
17. **Khajar, I.** Model of State-Owned Enterprises (SOEs) Privatization Through New Common Stock and Its Implication Towards Financial Performance Period 2005-2012. – International Journal of Organizational Innovation, 2014, Vol. 7, No. 2, pp. 27-37. URL:
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=19&hid=125>
18. Konjuktuurinstituut: Eesti majanduse hetkeseis on rahuldav. Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium.

[<https://www.mkm.ee/et/uudised/konjunkturiinstituut-eesti-majanduse-hetkeseis-rahuldav>] 01.04.2016

19. **Lawson, C.** The theory of State-Owned Enterprises in market economies. – Journal of Economic Surveys, 1994, Vol. 8, No. 3, pp. 283-309. URL: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=22&hid=125>
20. **Lee, C.F., Finnerty, J.E., Norton, E.A.** Foundations of Financial Management. West Publishin Company, 1997, 656p.
21. **Madden, B.J.** The CFROI Valuation Model (Digest Summary). – Journal of Investing, 1998, Vol. 7, No. 1, pp. 16-18. URL: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/dig.v28.n4.357>
22. **Madhavi, E., Prasad, M.S.V.** An Empirical Study on Economic Value-Added and Market Value-Added of Selected Indian FMCG Companies. – IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, 2015, Vol. 14, No. 3, pp. 49-65. URL: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=38&hid=125>
23. **Nicoleta, G.C., Munteanu, V.** The Added Economic Value – An Instrument For The Performance Measurement. – Economics, Management & Financial Markets, 2014, Vol. 9, No. 4, pp. 167-174. URL: <http://web.a.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=bfe787a6-d66f-4b79-a71b-e8dab664091d%40sessionmgr4003&vid=6&hid=4207>
24. **Okhmatovskiy, I.** Performance Implications of Ties to the Government and SOEs: A Political Embeddedness Perspective. – Journal of Management Studies, 2010, Vol. 47, No. 6, pp. 1020-1047. URL: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=42&hid=125>
25. **Pinches, G.E.** Essentials of Financial Management. Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, 1996, 669 p.
26. **Pratt, S.P., Grabowski, R.J.** Cost of Capital. John Wiley & Sons, Inc., 2008, 777 p.

27. **Rao, R.K.S.** Financial Management. Concepts and Applications. Macmillan Publishing Company, a division of Macmillan, Inc., 1992, 864 p.
28. Riigi osalusega ettevõtete majandusaasta aruanded aastatel 2011-2014. a. (käsikiri)
29. Riigi osaluste valitsemine. Rahandusministeerium. [http://www.fin.ee/riigi-osaluste-valitsemine] 07.05.2016
30. **Shil, N.C.** Performance Measures: An Application of Economic Value Added. – International Journal of Business and Management, 2009, Vol 4, No. 3, pp. 169-177. DOI: <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v4n3p169>
31. **Sirbu, A.** Economic Value Added (EVA) Approach in Russia. Concepts. Approaches. Instruments. – Review of International Comparative Management / Revista de Management Comparat International, 2012, Vol. 13, No. 2, pp. 305-312. URL: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=65&hid=125>
32. **Stankeviciene, F.** Methods for Valuation of Restructuring Impact on Financial Results of a Company. – Economics & Management, 2012, Vol. 17, No. 4, pp. 1289-1295. URL: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=68&hid=125>
33. The Size and Sectoral Distribution of SOEs in OECD and Partner Countries. OECD. OECD Publishing, 2014, 70 p. [http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/finance-and-investment/the-size-and-sectoral-distribution-of-soes-in-oecd-and-partner-countries_9789264215610-en#page1] 22.05.2016
34. **Toninelli, P. A.** The Rise and Fall of State-Owned Enterprise in the Western World. New York: Cambridge University Press, 2000, 323 p.
35. **Trifan, A., Suci, G.** Analysing performance through value creation. – Bulletin of the Transilvania University of Brasov. Series V: Economic Sciences. 2015, Vol. 8, No. 2, pp. 319-326. URL: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=74&hid=125>

36. **Wagenvoort, R.M., Zwart, S.** Uncovering The Common Risk-Free Rate in The European Monetary Union. – Journal of Applied Econometrics, 2014, Vol. 29, No. 3, pp. 394-414. URL:
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ut.ee/bsi/pdfviewer/pdfviewer?sid=0e0a7e68-34b4-4f31-92df-ae4dd46d02c%40sessionmgr104&vid=77&hid=125>
37. Äripäeva infopank. [https://infopank.ee/] 07.05.2016
38. Äriregistri teabesüsteem. [https://ariregister.rik.ee/] 01.05.2016
39. **Young, S.D., O’Byrne, S.F.** EVA and value based management : A Practical Guide to Implementation. New York: McGraw Hill, 2000, 493 p. Viidatud EVA and value based management : A Practical Guide to Implementation. Get Abstract compressed knowledge, 2003, 5 p.
[http://www.valueadvisors.com/Attachments/Book%20Review%20-%20pdf.pdf] 22.05.2016 vahendusel.

LISAD

Lisa 1. Eesti riigi osalusega ettevõtete finantsandmed EVA arvutamisel

	NOPAT	Pe	Pd	Ke	Kd	WACC	KAPITAL	EVA	Finants- võime ndusta Beta (%)	Riskivaba- määr (%)	Finants- võime ndusega Beta (%)	Oodatav tulumäär (%)	CAPM (%)	ROCE	ROCE- WACC (EVA%)
OÜ Eesti Geoloogiakeskus															
2014	28 898	72%	28%	7,02%	2,54%	5,77%	971 502	-27 114,92	0,89	1,941	1,24	6,05	7,02	2,97%	-2,79%
2013	3 432	82%	18%	7,20%	2,54%	6,36%	971 502	-58 367,19		1,306	1,02	7,08	7,20	0,35%	-6,01%
2012	-8 633	86%	14%	5,88%	2,54%	5,41%	971 502	-61 214,57	0,64	1,825	0,74	7,28	5,88	-0,89%	-6,30%
2011	3 794	75%	25%	6,95%	5,79%	6,66%	971 502	-60 908,03	0,9	2,949	1,20	6,28	6,95	0,39%	-6,27%
AS A.L.A.R.A.															
2014	-19 818	96%	4%	5,62%	0,00%	5,40%	862 900	-66 373,18	0,86	1,941	0,90	6,05	5,62	-2,30%	-7,69%
2013	-29 942	97%	3%	6,79%	0,00%	6,59%	862 900	-86 775,18		1,306	0,95	7,08	6,79	-3,47%	-10,06%
2012	32 749	96%	4%	5,35%	0,00%	5,14%	862 900	-11 569,54	0,62	1,825	0,65	7,28	5,35	3,80%	-1,34%
2011	-6 282	95%	5%	5,19%	0,00%	4,93%	862 900	-48 827,28	0,64	2,949	0,67	6,28	5,19	-0,73%	-5,66%
AS Eesti Liinirongid															
2014	12 643 523	45%	55%	6,42%	6,75%	6,60%	671 080	12 599 221,65	0,49	1,941	1,09	6,05	6,42	1884,06%	1877,45%
2013	68 594 947	48%	52%	6,27%	6,75%	6,52%	671 080	68 551 195,27		1,306	0,86	7,08	6,27	10221,58%	10215,06%
2012	-1 144 433	18%	82%	12,13%	0,40%	2,51%	671 080	-1 161 286,50	0,34	1,825	1,89	7,28	12,13	-170,54%	-173,05%
2011	356 338	16%	84%	26,06%	0,40%	4,51%	671 080	326 101,82	1,11	2,949	6,94	6,28	26,06	53,10%	48,59%
AS Eesti Post (Omniva)															
2014	1 097 000	64%	36%	7,14%	2,30%	5,40%	15 714 120	248 814,66	0,81	1,941	1,27	6,05	7,14	6,98%	1,58%
2013	2 298 000	60%	40%	6,56%	2,40%	4,90%	15 714 120	1 528 636,68		1,306	0,91	7,08	6,56	14,62%	9,73%
2012	2 390 000	58%	42%	8,22%	2,35%	5,75%	15 714 120	1 485 715,25	0,68	1,825	1,17	7,28	8,22	15,21%	9,45%
2011	984 000	61%	39%	10,59%	2,85%	7,57%	15 714 120	-205 778,88	1,4	2,949	2,30	6,28	10,59	6,26%	-1,31%
AS Eesti Vedelkütusevaru Agentuur															
2014	2 360 085	99%	1%	5,47%	0,00%	5,42%	132 851 000	-4 834 195,20	0,85	1,941	0,86	6,05	5,47	1,78%	-3,64%
2013	8 049 079	99%	1%	8,87%	0,00%	8,78%	132 851 000	-3 616 965,86		1,306	1,31	7,08	8,87	6,06%	-2,72%
2012	533 863	99%	1%	4,19%	0,00%	4,15%	132 851 000	-4 976 929,33	0,43	1,825	0,43	7,28	4,19	0,40%	-3,75%
2011	4 994 666	98%	2%	5,02%	0,00%	4,92%	132 851 000	-1 541 071,80	0,61	2,949	0,62	6,28	5,02	3,76%	-1,16%
AS Vireen															
2014	218 449	75%	25%	6,65%	2,21%	5,54%	25 800	217 019,68	0,86	1,941	1,15	6,05	6,65	846,70%	841,16%
2013	140 196	75%	25%	6,79%	2,40%	5,69%	25 800	138 727,34		1,306	0,95	7,08	6,79	543,40%	537,70%
2012	241 450	84%	16%	5,85%	7,30%	6,08%	25 800	239 880,84	0,62	1,825	0,74	7,28	5,85	935,85%	929,77%
2011	338 145	80%	20%	5,61%	3,00%	5,09%	25 800	336 832,30	0,64	2,949	0,80	6,28	5,61	1310,64%	1305,55%
AS Eesti Loto															
2014	5 506 602	51%	49%	8,06%	0,00%	4,11%	1 022 600	5 464 567,00	0,76	1,941	1,49	6,05	8,06	538,49%	534,38%
2013	6 189 678	64%	36%	6,62%	0,00%	4,24%	1 022 600	6 146 352,48		1,306	0,92	7,08	6,62	605,29%	601,05%
2012	5 139 231	65%	35%	7,36%	0,00%	4,78%	1 022 600	5 090 309,82	0,66	1,825	1,02	7,28	7,36	502,57%	497,78%
2011	4 997 687	74%	26%	9,03%	0,00%	6,68%	1 022 586	4 929 355,76	1,35	2,949	1,82	6,28	9,03	488,73%	482,05%
AS Eesti Metsataim															
2014	241 829	72%	28%	5,42%	1,24%	4,25%	2 421 500	138 924,94	0,61	1,941	0,85	6,05	5,42	9,99%	5,74%
2013	379 899	90%	10%	5,81%	1,24%	5,35%	2 421 500	250 276,11		1,306	0,78	7,08	5,81	15,69%	10,34%
2012	170 069	90%	10%	5,40%	1,58%	5,02%	2 421 500	48 558,13	0,59	1,825	0,66	7,28	5,40	7,02%	2,01%
2011	33 418	77%	23%	7,45%	0,00%	5,74%	1 821 482	-71 071,31	1,04	2,949	1,35	6,28	7,45	1,83%	-3,90%

Allikas: Autori arvutused 2011-2014.a. majandusaastaaruannete põhjal.

Lisa 2. Eraettevõtete finantsandmed EVA arvutamisel

		NOPAT	Pe	Pd	Ke	Kd	WACC	KAPITAL	EVA	Finants- võimeus a Beta (%)	Riskivaba määr	Finants- võimeus a Beta (%)	Oodatav tulumäär (%)	CAP M (%)	ROCE	ROCE- WACC (EVA%)
Vaggen AS																
	2014	388 711	97%	3%	5,58%	0,00%	5,41%	1 054 350	331 643,25	0,86	1,941	0,89	6,05	5,58	36,87%	31,45%
	2013	425 743	96%	4%	6,79%	0,00%	6,52%	1 054 350	357 016,25		1,306	0,95	7,08	6,79	40,38%	33,86%
	2012	71 154	95%	5%	5,39%	0,00%	5,12%	1 054 350	17 166,01	0,62	1,825	0,65	7,28	5,39	6,75%	1,63%
	2011	90 549	95%	5%	5,19%	0,00%	4,93%	1 054 350	-142 533,73	0,64	2,949	0,67	6,28	5,19	-8,59%	-13,52%
EcoPro AS																
	2014	8 399	90%	10%	5,87%	0,00%	5,28%	25 564	7 048,45	0,86	1,941	0,96	6,05	5,87	32,85%	27,57%
	2013	119 034	93%	7%	6,79%	0,00%	6,31%	25 564	117 419,71		1,306	0,95	7,08	6,79	465,63%	459,32%
	2012	10 279	92%	8%	5,50%	0,00%	5,06%	25 564	-11 572,54	0,62	1,825	0,67	7,28	5,50	-40,21%	-45,27%
	2011	557 116	76%	24%	5,75%	0,00%	4,37%	25 564	555 998,85	0,64	2,949	0,84	6,28	5,75	2179,30%	2174,93%
AS GORail																
	2014	-2 388 464	78%	22%	4,52%	2,50%	4,08%	1 917 349	-2 466 607,48	0,49	1,941	0,63	6,05	4,52	-124,57%	-128,65%
	2013	- 363 329	85%	15%	6,27%	2,50%	5,70%	1 917 349	-472 704,17		1,306	0,86	7,08	6,27	-18,95%	-24,65%
	2012	508 887	83%	17%	4,06%	3,00%	3,88%	1 917 349	434 497,69	0,34	1,825	0,41	7,28	4,06	26,54%	22,66%
	2011	1 731 420	84%	16%	7,35%	5,00%	6,97%	1 917 349	1 597 704,08	1,11	2,949	1,32	6,28	7,35	90,30%	83,33%
Edelaraudtee AS																
	2014	-3 038 662	-389%	489%	1,42%	6,86%	28,02%	25 564	-3 045 825,44	0,49	1,941	-0,13	6,05	1,42	-11886,49%	-11914,51%
	2013	597 233	-101%	201%	6,27%	6,86%	7,46%	25 564	595 326,97		1,306	0,86	7,08	6,27	2336,23%	2328,77%
	2012	261 690	-74%	174%	-0,68%	5,97%	10,89%	25 564	258 905,82	0,34	1,825	-0,46	7,28	-0,68	1023,67%	1012,78%
	2011	867 303	-36%	136%	-7,32%	6,46%	11,42%	25 565	-870 222,73	1,11	2,949	-3,08	6,28	-7,32	-3392,54%	-3403,96%
Express Post AS																
	2014	586 764	32%	68%	12,34%	2,20%	5,44%	71 579	582 866,67	0,81	1,941	2,53	6,05	12,34	819,74%	814,30%
	2013	419 326	17%	83%	6,56%	2,20%	2,94%	71 579	417 220,72		1,306	0,91	7,08	6,56	585,82%	582,88%
	2012	336 659	17%	83%	23,65%	2,45%	6,05%	71 579	332 325,61	0,68	1,825	4,00	7,28	23,65	470,33%	464,28%
	2011	369 308	19%	81%	27,49%	0,00%	5,22%	71 579	365 569,36	1,4	2,949	7,37	6,28	27,49	515,94%	510,72%
Mirador OÜ																
	2014	2 353	12%	88%	29,68%	0,00%	3,56%	2 556	2 261,97	0,81	1,941	6,75	6,05	29,68	92,06%	88,50%
	2013	- 4 568	-33%	133%	6,56%	0,97%	-0,87%	2 556	-4 545,64		1,306	0,91	7,08	6,56	-178,72%	-177,84%
	2012	- 3 392	49%	51%	9,40%	7,00%	8,18%	2 556	-3 600,98	0,68	1,825	1,39	7,28	9,40	-132,71%	-140,88%
	2011	4 160	45%	55%	13,31%	12,00%	12,59%	2 556	3 838,21	1,4	2,949	3,11	6,28	13,31	162,75%	150,16%
EuroPetroleum OÜ																
	2014	98 635	27%	73%	14,88%	0,20%	4,16%	678 740	-126 895,02	0,85	1,941	3,15	6,05	14,88	-14,53%	-18,70%
	2013	45 061	53%	47%	8,87%	0,00%	4,70%	678 740	-76 969,25		1,306	1,31	7,08	8,87	-6,64%	-11,34%
	2012	315 801	46%	54%	6,92%	0,00%	3,18%	678 740	294 195,35	0,43	1,825	0,93	7,28	6,92	46,53%	43,34%
	2011	13 128	16%	84%	15,65%	1,65%	3,89%	678 740	-39 530,99	0,61	2,949	3,81	6,28	15,65	-1,93%	-5,82%
Petkam OÜ																
	2014	111 646	80%	20%	6,31%	3,46%	5,74%	639 120	74 960,51	0,85	1,941	1,06	6,05	6,31	17,47%	11,73%
	2013	61 977	61%	39%	8,87%	4,37%	7,12%	639 116	-107 450,10		1,306	1,31	7,08	8,87	-9,70%	-16,81%
	2012	1 810 927	59%	41%	5,80%	3,17%	4,72%	639 116	1 780 749,86	0,43	1,825	0,73	7,28	5,80	283,35%	278,63%
	2011	972 456	49%	51%	7,10%	3,77%	5,40%	639 116	937 932,87	0,61	2,949	1,24	6,28	7,10	152,16%	146,75%
Prismaarendus OÜ																
	2014	74 429	90%	10%	5,87%	0,00%	5,28%	2 604	74 291,43	0,86	1,941	0,96	6,05	5,87	2858,26%	2852,97%
	2013	104 217	71%	29%	6,79%	0,00%	4,82%	2 604	104 091,46		1,306	0,95	7,08	6,79	4002,19%	3997,37%
	2012	71 318	61%	39%	7,37%	0,00%	4,50%	2 604	71 200,93	0,62	1,825	1,02	7,28	7,37	2738,79%	2734,29%
	2011	224 050	44%	56%	7,79%	5,64%	6,59%	2 684	223 873,23	0,64	2,949	1,45	6,28	7,79	8347,62%	8341,03%
Ecometal AS																
	2014	1 618 893	96%	4%	5,62%	1,80%	5,47%	1 024 000	1 562 908,87	0,86	1,941	0,90	6,05	5,62	158,10%	152,63%
	2013	387 417	81%	19%	6,79%	1,80%	5,84%	1 024 000	327 595,94		1,306	0,95	7,08	6,79	37,83%	31,99%
	2012	1 572 094	82%	18%	5,95%	1,30%	5,11%	1 024 000	1 519 736,88	0,62	1,825	0,76	7,28	5,95	153,52%	148,41%
	2011	2 880 113	71%	29%	5,95%	1,30%	4,60%	1 024 000	2 832 993,64	0,64	2,949	0,90	6,28	5,95	281,26%	276,66%
MC Kasiinod AS																
	2014	95 694	94%	6%	5,26%	0,00%	4,94%	1 008 000	45 854,45	0,76	1,941	0,81	6,05	5,26	9,49%	4,55%
	2013	160 177	93%	7%	6,62%	0,00%	6,16%	1 008 000	98 118,47		1,306	0,92	7,08	6,62	15,89%	9,73%
	2012	247 803	91%	9%	5,78%	0,00%	5,26%	1 008 000	194 784,22	0,66	1,825	0,73	7,28	5,78	24,58%	19,32%
	2011	175 429	78%	22%	8,71%	0,70%	6,95%	1 008 000	105 395,18	1,35	2,949	1,73	6,28	8,71	17,40%	10,46%
Novoloto OÜ																
	2014	-3 162 953	42%	58%	9,38%	4,00%	6,26%	1 100 000	-3 231 808,60	0,76	1,941	1,81	6,05	9,38	-287,54%	-293,80%
	2013	-1 685 186	-16%	116%	6,62%	4,00%	3,58%	1 100 000	-1 724 574,80		1,306	0,92	7,08	6,62	-153,20%	-156,78%
	2012	-1 776 061	-18%	118%	-18,18%	5,00%	9,17%	1 100 000	-1 876 957,40	0,66	1,825	-3,67	7,28	-18,18	-161,46%	-170,63%
	2011	746 193	84%	16%	8,30%	0,00%	6,97%	1 000 000	676 473,00	1,35	2,949	1,61	6,28	8,30	74,62%	67,65%
Metsasellid OÜ																
	2014	70 300	92%	8%	4,67%	0,00%	4,30%	2 556	70 190,18	0,61	1,941	0,66	6,05	4,67	2750,39%	2746,09%
	2013	20 716	85%	15%	5,81%	0,00%	4,94%	2 556	20 589,77		1,306	0,78	7,08	5,81	810,49%	805,55%
	2012	31 263	82%	18%	5,75%	0,00%	4,72%	2 556	31 142,48	0,59	1,825	0,72	7,28	5,75	1223,12%	1218,41%
	2011	36 176	57%	43%	9,03%	0,00%	5,15%	2 556	36 044,44	1,04	2,949	1,82	6,28	9,03	1415,34%	1410,19%
Forestplanter OÜ																
	2014	93 032	30%	70%	10,30%	5,51%	6,95%	38 347	90 368,03	0,61	1,941	2,03	6,05	10,30	242,61%	235,66%
	2013	60 013	27%	73%	5,81%	6,52%	6,33%	38 347	57 586,29		1,306	0,78	7,08	5,81	156,50%	150,17%
	2012	54 331	29%	71%	12,92%	5,05%	7,33%	38 347	51 519,28	0,59	1,825	2,03	7,28	12,92	141,68%	134,35%
	2011	31 862	34%	66%	13,14%	5,05%	7,80%	38 347	28 870,70	1,04	2,949	3,06	6,28	13,14	83,09%	75,29%
Aakermäe OÜ																
	2014	3 408	96%	4%	5,75%	1,49%	5,58%	22 369	2 159,90	0,89	1,941	0,93	6,05	5,75	15,24%	9,66%
	2013	5 457	92%	8%	7,20%	1,43%	6,74%	22 369	3 949,69		1,306	1,02	7,08	7,20	24,40%	17,66%
	2012	3 195	93%	7%	5,58%	1,17%	5,27%	22 369	2 015,86	0,64	1,825	0,69	7,28	5,58	14,28%	9,01%
	2011	30 918	93%	7%	6,17%	0,00%	5,74%	22 369	-32 201,56	0,9	2,949	0,97	6,28	6,17	-138,22%	-143,96%
Geotehnika Inseneribüroo G.I.B. AS																
	2014	15 467	54%	46%	8,71%	0,00%	4,70%	30 467	-16 899,98	0,89	1,941	1,65	6,05	8,71	-50,77%	-55,47%
	2013	43 161	31%	69%	7,20%	0,00%	2,23%	30 467	-43 841,02		1,306	1,02	7,08	7,20	-141,66%	-143,90%
	2012	33 396	37%	63%	11,26%	0,00%	4,17%	30 467	-34 665,32	0,64	1,825	1,73	7,28	11,26	-109,61%	-113,78%
	2011	3 010	63%	37%	7,71%	0,03%	4,87%	30 467	1 526,74	0,9	2,949	1,43	6,28	7,71	9,88%	5,01%

SUMMARY

VALUE CREATION OF ESTONIAN STATE-OWNED ENTERPRISES

Kristin Leeman

Economical environment around business activity changes overtime thus companies objectives and strategies are changing as well. One of the most important goal of the companies have been earning profit however, it is important to distinguish an important objective and main objective. The main goal is no longer earning profit from everyday business operations, that kind of method would not last long and the company would not be effective in today's economical environment. During the last century it have been concluded that maximising value is substantial to the shareholders, stakeholders, owners and to other affiliated groups connected with the company.

If we are going to focus on the local Estonian market then Estonian economy is in satisfying level and this kind of level is expected to stay the same also in the next few months. It can be said that state have made effective work in organizing domestic market. As we know quite many aspects are affecting the condition of economy but what kind of future will predict the financial indicators of state owned enterprises (SOEs). That is the question the following study is going to find out. Current study focuses the most on the concept of value creation. Study includes value creation of Estonian SOEs and how much value have companies added in specific year.

In the 1990 the common understanding was that the state is not advantageous to the companies as a owner and therefore wide privatization started, which was the beginning of successful business activity, for some of the companies. The topic of privatization is popular even today and state is viewed very critically through owner's point of view. During the year state ownership in enterprise has greatly decreased but the state role as a owner has not turned less important. The goal of the research is to find out what is the economical value added of the SOEs. For reaching to the goal author decided to use

EVA as one of the value added indicators and compares the results to the private companies operating in the same business area. To achieve the goal mentioned before, the author has set up the following research tasks:

- 1) to give an overview of the fundamentals of value creation;
- 2) to give an overview of different value added methods;
- 3) to describe profoundly the economic value added indicator, incl. its components and restrictions in its implementation;
- 4) to explain the formation of capital cost;
- 5) to gather data about Estonian SOE's;
- 6) to find economic value added and its components in SOEs and private enterprises;
- 7) to analyze the results.

Different value added indicators have been developed for the short-term and long-term strategies. The most popular indicators are EVA, MVA, CFROI and SVA. One of their most important components are expected cashflows or cost of capital. The negative side of EVA is that, it is an absolute indicator and in that case it is not possible to make conclusions when comparing two different companies. To get a better understanding of EVA it was necessary to disentangle it to its components. EVA consists of net operating profit after taxes (NOPAT), weighted average cost of capital (WACC) and capital employed (share capital which has been invested into the company by the shareholders). Since in Estonia there is no taxation of corporate income, the tax component was removed from the NOPAT and WACC formula, which made the calculations a lot simpler.

SOE is as a separate public entity which is linked to commercial activities and which is controlled by the central or federal level government directly or indirectly through another government unit. State's participation in enterprise is justified with the need to keep the monopolistic market under control and with social responsibility to support enterprises that could not operate sustainably with ordinary competition conditions. There are 32 active enterprises where the Estonian state holds a significant stake amount and considering that the study needs to have a comparable private enterprises as well and necessary financial figures, the sample got narrowed down to eight SOEs

alongside with 16 private enterprises (every SOE has two private enterprises to be compare with). Those eight SOEs financial figures were analyzed based on the last four years – 2011, 2012, 2013, 2014.

SOEs and private enterprises EVA indicator was calculated using the formula 5. The value added what was gotten from the calculations gave the first opinion of the enterprises value creation but as mentioned earlier, EVA is an absolute number and this makes the comparison between companies difficult. Therefore the results given by absolute numbers had more informative feature and there was no possible way to give an adequate analysis based on those number. That is the reason why it was needed to have percentage figure linked to EVA, which helps to evaluate the performance of the enterprises and draw conclusions. Solution was to handle the same formula like calculating EVA but from a different angle. Instead of multiplying WACC with capital employed there was an option that NOPAT will be divided by the capital employed. This formula gave NOPAT's porportion from the capital employed and subtracting WACC from the porportion the final result was EVA's porportion from the capital employed which was the necessary percentage figure that helped to draw right conclusions from the results. From the final results it was possible to conclude that there isn't clear differentiation which companies are adding value and which are destroying value. The positives and negatives EVA figures are spread around however it is still possible to distinguish enterprises with best values. In each sector the private enterprise is the one which added the most value or destroyed less value than SOEs. From the results three SOEs arose, where value was added more than in private enterprises. AS Eesti Loto was the only SOE whose value creation was higher in all four years compared to the private enterprises from the same sector. AS Eesti Liinirongid created value in years 2013 and 2014 more than the private company to which it was compared to, especially in 2013 when AS Eesti Liinirongid created the most value during all the four years and more than any other company in entire sample. Interesting contrast occurred in AS Eesti Vedelikütusevaru Agentuur where the value wasn't created more but destroyed less than in the private enterprise, although SOE's net operating profit after tax was positive.

In the end of the study the standpoint of the author was that private enterprises are creating more value than SOEs and the reason is that they are more motivated into making profit and creating value to its shareholders. SOEs additional purpose is to bear the social responsibility which may often imply a not-profitable activity and earning profit isn't priority.

Since the results reflected that some individual SOEs whose value creation results were better than in the private enterprises then the preliminary study gave results which proposed to consider the possibility to privatize AS Vedelkütusevaru Agentuur. Given that the company has considerable operating profit and its capitalization level is very high. Company has small sharecapital and it allows to make new investments so that the economic value added will stay positive.

In current study the data and conclusions were preliminary kind, but they enabled to identify the most outstanding SOE whose EVA indicator was better than in the private enterprise and whos has the most potential in privatization. For further research it would be interesting to find out how would be the SOE affected by the privatization using more internal data from the company by cooperating with the board members and owners to get also their personal view on privatization issue.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kristin Leeman,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Eesti Riigi Osalusega Ettevõtete Väärtusloome“, mille juhendaja on lektor Mark Kantšukov,
 - 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **24.05.2016**